

Modes de contrôle des dirigeants
et performance des firmes

The managers' system of control and
the performance of the firm

Gérard CHARREAUX(*)

Décembre 1992

(*) Professeur en Sciences de Gestion, Doyen de la Faculté de Sciences
Economiques et de Gestion

L'auteur remercie Pierre SALMON, Professeur à l'Université de
Bourgogne pour ses commentaires qui ont permis d'améliorer une première
version de ce texte.

IAE DIJON - Faculté de Science Economique et de Gestion

Résumé

Relativement au thème traditionnel de l'influence des modes de contrôle des dirigeants sur la performance des firmes, cet article poursuit deux objectifs principaux. Le premier est de présenter les principales étapes qui ont permis au cadre d'analyse dominant, fondé sur les relations avec les actionnaires, d'émerger. Le second est de critiquer et de proposer un élargissement de ce cadre traditionnel. La critique passe en particulier par la proposition d'un cadre élargi à l'ensemble des cocontractants avec la firme (stakeholders) et prenant en compte les stratégies d'enracinement des dirigeants.

Mots-clés : actionnaires ; modes de contrôle des dirigeants ; théorie de l'agence ; stakeholders ; stratégie d'enracinement.

Abstract:

Concerning the traditional question of the influence of the modes of managers' control on the performance of the firms, this article has two principal purposes. The first is to present the principal stages through which the dominating framework of analysis, based on the relations with the shareholders, has emerged. The second is to criticize and propose a widening of this traditional framework. In particular, we propose an enlarged framework allowing to include all the stakeholders and taking into account the managers' entrenchment strategies.

Key words: shareholders; managers' modes of control; agency theory; stakeholders; entrenchment strategies.

JEL: D32; G30

Il est de tradition depuis Berle et Means (1932) de tenter d'établir une relation entre la séparation des fonctions de propriété et de direction et la performance des firmes. La rupture du lien propriété/direction entraînerait des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants qui poursuivraient d'autres objectifs que le traditionnel objectif de maximisation de la valeur de marché des fonds propres. Il s'ensuivrait une baisse de l'efficacité économique des firmes et pour certains auteurs, la nécessité de renforcer la réglementation. Ce thème allait être repris abondamment par le courant managérial (Baumol, 1959; Marris, 1964; Williamson, 1964; Mosen et Downs, 1965), puis revisité notamment dans le cadre des théories de l'agence et des coûts de transaction. Les débats théoriques portent principalement sur l'efficacité des nombreux systèmes de contrôle qui interviendraient pour contraindre les dirigeants à gérer conformément aux intérêts des actionnaires.

La problématique utilisée dans cette littérature, privilégie la relation actionnaires / dirigeants comme élément déterminant de la performance. En caricaturant, trois thèses¹ principales s'affrontent: celle de la convergence des intérêts, celle de la neutralité et celle de l'enracinement. Selon la première thèse qu'on peut attribuer à Berle et Means et plus récemment à Jensen et Meckling (1976), plus le pourcentage de capital détenu par le dirigeant est important plus l'écart par rapport à l'objectif traditionnel de maximisation de la valeur est faible et plus la firme est performante. La deuxième thèse est soutenue par Demsetz (1983); la structure du capital constituant une réponse endogène du processus de maximisation de la valeur, fonction des caractéristiques de la firme et des pressions exercées par les différents marchés, toutes les structures seraient équivalentes. Enfin, selon la thèse de l'enracinement, les dirigeants qui dominant le capital échapperaient à tout contrôle et pourraient gérer en fonction d'objectifs contraires à la maximisation de la valeur; les firmes dont le capital est dominé réaliseraient une performance inférieure. Il existe également des positions intermédiaires selon lesquelles la relation entre performance et structure de propriété n'est pas linéaire. Ainsi, Stulz (1988) s'appuyant sur une argumentation fondée sur la discipline exercée par les prises de contrôle externes, conclut que la valeur de la firme s'accroît dans un premier temps, puis décroît au delà du seuil de 50% (pourcentage de capital contrôlé par les dirigeants). Un résultat similaire mais plus nuancé est soutenu par Morck, Shleifer et Vishny (1988). Aucune conclusion à ce jour ne paraît être établie, les multiples études empiriques donnant des résultats extrêmement contradictoires (Lawriswsky, 1984); en particulier les résultats obtenus récemment aux États Unis par Morck, Shleifer et Vishny et McConnell et Servaes (1990), qui corroborent le caractère non-linéaire de la relation, ne sont pas confirmés pour la France par Charreaux (1991). De plus, ce dernier obtient des résultats contradictoires selon qu'on retient

¹- Morck, Shleifer et Vishny (1988) opposent les thèses de convergence des intérêts et d'enracinement (entrenchment). Il convient selon Charreaux (1991) d'y ajouter la thèse de la neutralité.

comme mesure des capitaux investis, la valeur globale de la firme² ou à la valeur des fonds propres. La thèse de la neutralité prévaudrait pour la valeur des fonds propres, c'est à dire selon l'optique des actionnaires; en revanche, la thèse de convergence des intérêts s'imposerait au vu de l'objectif de maximisation de la valeur globale de la firme.

Les résultats contradictoires obtenus dans les différentes études empiriques sont vraisemblablement liés au cadre restrictif utilisé qui privilégie le seul conflit actionnaires / dirigeant et la liaison structure de propriété / performance. Au delà de cette dernière, la question soulevée par ce courant de littérature apparaît plus générale et porte en fait sur les déterminants organisationnels de la performance des firmes, voire plus généralement des organisations. Cette reformulation soulève un certain nombre de questions. Quel est le critère de performance à retenir? Faut-il maximiser la valeur globale de la firme ou celle de la richesse des actionnaires? Les études de long terme mettent en évidence une mortalité importante des firmes et des différences significatives de performance entre les firmes. Parallèlement, les comparaisons internationales révèlent également des écarts substantiels de performance. Il ne semble pas que l'analyse des conflits actionnaires / dirigeants ou que la structure de propriété soient des éléments suffisants pour proposer une théorie explicative satisfaisante de ces différences de performance. La vision de la firme qui émerge des différents courants, théorie des droits de propriété (Alchian et Demsetz, 1972), théorie de l'agence (Jensen et Meckling; 1976, 1979; Fama, 1980; Fama et Jensen, 1983 a et b) ou des coûts de transaction (Williamson, 1985), qu'elle soit formulée en tant que "noeud" de contrats, de coalition des propriétaires de facteurs de production, liés par des relations contractuelles (Alchian et Woodward, 1988), d'un jeu principaux multiples / agent unique, comme le suggère Stiglitz (1985) ou d'un ensemble d'actifs³ contrôlés exclusivement (Grossman et Hart, 1986), conduit inévitablement à une conception élargie où il convient de considérer également les conflits entre les dirigeants et les autres partenaires et où la maximisation de la richesse des actionnaires n'est pas nécessairement l'objectif qui s'impose. Une analyse pertinente des prises de contrôle et des O.P.A. hostiles, en particulier, ne peut être pratiquée que dans ce cadre élargi, alors que le plus souvent seul le critère de la richesse des actionnaires est retenu. Deux conséquences découlent de cet élargissement. Premièrement, la liaison structure de propriété/performance en tant qu'élément particulier d'un système plus général, ne peut être étudiée dans la mesure où on la considère comme une question pertinente, qu'en fonction d'une problématique plus générale. Deuxièmement, l'analyse des systèmes permettant de

²- La valeur globale correspond dans cette étude à la somme de la valeur de marché des capitaux propres et de celle des dettes financières.

³- La firme est assimilée à l'ensemble des actifs qu'elle détient; la propriété confère le droit de contrôler les actifs, c'est à dire le droit de décider de l'usage de ces actifs. L'aspect important lié à la propriété porte sur la possibilité d'exclure les autres utilisateurs de l'utilisation de cet actif. Cette conception est défendue par Grossman et Hart (1986) et Hart et Moore (1990).

discipliner les dirigeants ne peut porter exclusivement sur les éléments permettant de résoudre les conflits actionnaires/dirigeants.

Le caractère étroit de la plupart des études qui ont été réalisées jusqu'à présent⁴ et qui se sont sauf exception, centrées sur la relation actionnaires / dirigeants, s'explique pour les raisons suivantes. Premièrement, elles ont pour l'essentiel été conduites aux États-Unis où le contexte idéologique et économique attribue un rôle prioritaire aux relations actionnaires / dirigeants. Deuxièmement, une partie majeure de ce courant de recherche est liée à la théorie financière, qui accorde de par sa construction initiale, une place prépondérante à l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. Troisièmement, la disponibilité des données boursières portant sur les cours des actions facilitent les tests de cette théorie. Cette orientation explique par exemple, que les systèmes disciplinaires étudiés soient principalement, le conseil d'administration, la rémunération ou le licenciement des dirigeants ou encore les prises de contrôle. Un auteur comme Stiglitz⁵ considère d'ailleurs de façon provoquante, que le traitement traditionnel du conflit actionnaires / dirigeants constitue un triomphe de l'idéologie sur la théorie et les faits; il insiste de façon hétérodoxe sur le rôle prédominant des banques pour contrôler les dirigeants. Par ailleurs, des analyses telles que celle d'Aoki (1990), montrent à l'évidence le caractère très contingent des systèmes organisationnels et l'influence du contexte national sur le choix des éléments centraux de l'analyse.

Au delà de l'élargissement du cadre d'analyse, de façon à considérer l'ensemble des contractants avec la firme, un intérêt renforcé doit être apporté au mécanisme par lequel s'établit la performance, autrement dit, aux choix stratégiques qui sont faits par les dirigeants et qui déterminent la performance. Il est vraisemblable comme le montre la littérature stratégique (Hoskisson et Turk, 1990), que les conflits entre les différents apporteurs de ressources et les dirigeants conditionnent les structures organisationnelles adoptées par la firme, mais également les choix stratégiques, par exemple, les choix en matière de politique de recherche et développement ou de diversification⁶. Une performance déficiente provient *a priori* d'un choix stratégique erroné. S'il a été dicté en réponse aux conflits organisationnels, une amélioration de la performance ne pourra provenir que d'une restructuration.

Les objectifs de cet article sont multiples. Dans la première partie, après avoir présenté les principales étapes par lesquelles s'est constitué le cadre d'analyse actuel, nous en proposerons une critique et un élargissement, tenant compte des conflits entre les dirigeants et l'ensemble des cocontractants à la firme (stakeholders)⁷. Dans la seconde partie, en postulant

⁴- Nous nous référons principalement aux études empiriques qu'on peut associer au champ de la théorie positive de l'agence selon la distinction établie par Jensen (1983). L'analyse normative illustrée par exemple par Holmstrom et Tirole (1989) apparaît plus large.

⁵- Stiglitz (1985), *op.cit.*

⁶- Cette influence avait déjà été évoquée par Monsen et Downs (1965), *op.cit.*

⁷- La synthèse présentée par Holstrom et Tirole sur la théorie de la firme participe également d'une vision

une stratégie d'enracinement de la part des dirigeants, nous tenterons d'analyser l'efficacité des différents modes de résolution des conflits, pour les différents partenaires de la firme et montrerons comment les réponses à ces conflits peuvent déterminer la stratégie et influencer sur la performance finale.

POUR UN ÉLARGISSEMENT DU CADRE D'ANALYSE LIMITE AUX RELATIONS ACTIONNAIRES / DIRIGEANTS

Le cadre d'analyse qui prévaut actuellement est la résultante de plusieurs constructions théoriques sur lesquelles il est nécessaire de revenir, afin d'en rappeler succinctement le contenu et d'en exhiber les limites. Cette revue critique nous conduira à proposer un cadre d'analyse élargi pour appréhender les modes de contrôle des dirigeants en liaison avec la performance de la firme.

1 - L'émergence du cadre d'analyse actuel

Bien que les analyses de Baumol, Marris, Williamson et Monsen et Downs⁸ soient à l'origine d'une majeure partie des idées qui fondent le cadre d'analyse actuel, nous insisterons principalement sur les modèles théoriques des droits de propriété et de l'agence, qui fixent les bases du référentiel le plus souvent retenu et qui permettent une extension de l'analyse allant bien au delà du simple conflit conflits actionnaires / dirigeants.

Le potentiel des théories des droits de propriété et de l'agence pour dépasser le traditionnel conflit actionnaires / dirigeants apparaît de façon explicite dans les travaux fondateurs d'Alchian et Demsetz (1972), de Jensen et Meckling (1976), de Fama (1980) ou de Fama et Jensen (1983 a et b), cependant la relation actionnaires / dirigeants y reste fortement privilégiée. La relation avec les créanciers financiers fait également l'objet d'une analyse poussée en liaison avec la théorie de la structure de financement.

Alchian et Demsetz proposent une définition de la firme néo-classique qui s'inscrit dans le cadre de la théorie des droits de propriété. La question posée initialement consiste à justifier l'existence de la firme par rapport au marché en montrant, sous certaines hypothèses, sa supériorité comme mode d'organisation. L'argumentation employée repose sur le rôle central du dirigeant pour résoudre les problèmes posés par le travail en équipe, notamment ceux de mesure et de contrôle de productivité et de rémunération. Le contrôle du dirigeant s'effectue d'une part, par le caractère compétitif des marchés des inputs (dont celui des dirigeants) et d'autre part, pour remédier à l'inefficacité relative du premier mode de contrôle,

très élargie de l'analyse des mécanismes disciplinaires auxquels sont soumis les dirigeants. Toutefois le champ de littérature auquel nous nous référons participe plus de la théorie positive de l'agence que de l'approche normative privilégiée par Holstrom et Tirole.

⁸- L'analyse de Monsen et Downs est particulièrement riche et anticipe sur de nombreux développements importants des théories ultérieures.

par un mécanisme supplémentaire, le statut de créancier résiduel⁹ qui lui est attribué. Le contrôle des autres inputs s'opère par le pouvoir donné au dirigeant de fixer les caractéristiques des différents contrats et de les gérer. L'entrepreneur se caractérise par les éléments suivants: (1) il est le créancier résiduel; (2) il observe le comportement des apporteurs d'inputs; (3) il est l'élément central, commun à l'ensemble des contrats avec tous les apporteurs de ressources; (4) il peut modifier la composition de "l'équipe", c'est à dire qu'il peut négocier librement les contrats et (5) il peut vendre ses droits. La problématique initialement posée s'articule sur le rôle central de l'entrepreneur comme interface de l'ensemble des apporteurs d'inputs; l'entrepreneur est supposé être le propriétaire. La propriété est justifiée à partir d'un argument de risque moral appliqué à l'utilisation des actifs durables fortement dépréciables. Si l'entrepreneur se contentait de louer les actifs, il pourrait être tenté de négliger leur entretien; la propriété du bien conduit à un coût de contrôle plus faible. Les problèmes de contrôle et d'incitation associés à la dispersion du capital sont explicitement analysés, notamment ceux qui sont liés au partage du profit entre de nombreux actionnaires. En cas d'ouverture du capital, les systèmes permettant de discipliner les dirigeants en cas de performance défailante, sont la concurrence entre dirigeants (entre les dirigeants internes et avec les dirigeants externes sur le marché des dirigeants), le vote et la possibilité de céder librement ses titres pour les actionnaires. La fonction disciplinaire exercée par les salariés est également reconnue et analysée via l'intermédiaire des syndicats. Alchian et Demsetz considèrent donc explicitement l'ensemble des inputs; l'apport de fonds propres et la séparation propriété/décision qui en résulte, n'est qu'un élément particulier même s'il fait l'objet d'une attention particulière.

Le courant traditionnel de la théorie des droits des propriétés tel qu'on le trouve exposé notamment par Furubotn et Pejovich (1972) estime que la divergence d'objectifs entre le dirigeant qui maximise sa fonction d'utilité et les actionnaires qui recherchent la maximisation de leur richesse, implique une atténuation des droits de propriété dans les firmes managériales. Les firmes managériales dont le capital est dispersé et où les dirigeants possèdent le plus de pouvoir discrétionnaire seraient ainsi moins performantes. Les contraintes dont disposent les actionnaires sont tout d'abord informationnelles. L'évaluation par le marché des actions reflète la valeur de décisions managériales; les actionnaires en vendant leurs titres signalent une gestion contraire à leurs intérêts. Les autres facteurs disciplinaires mentionnés sont relatifs à la rémunération des dirigeants et à la compétition entre ces derniers ¹⁰.

⁹- Alchian et Demsetz suggèrent également un mécanisme de substitution au statut de créancier résiduel, en évoquant la possibilité d'un système où la rémunération est corrélée avec l'évolution de la valeur de la firme.

¹⁰- Furubotn et Pejovich (1972), op. cit., p.1150.

Jensen et Meckling généralisent¹¹ le cadre d'analyse établi par Alchian et Demsetz en s'appuyant sur la relation principal-agent et en considérant l'ensemble des contrats établis par la firme. Cette dernière apparaît alors comme un "noeud" de contrats, une fiction légale servant de lieu à la réalisation d'un processus complexe d'équilibre entre les objectifs conflictuels d'individus, à l'intérieur d'un cadre de relations contractuelles¹². Toutefois, leur analyse consacrée principalement à la politique financière fait qu'ils étudient prioritairement les conflits entre le dirigeant, les actionnaires et les créanciers. Une structure très spécifique, un entrepreneur unique propriétaire de la firme, constitue le point de départ de leur analyse. L'ouverture du capital incite l'entrepreneur à accroître ses prélèvements non-pécuniaires et surtout à être moins motivé pour développer la firme. Les actionnaires peuvent réagir contre ce comportement en instaurant des procédures de contrôle (audit, contrôle budgétaire...) ou d'incitation, telles que l'intérêt du dirigeant soit aligné sur ceux des actionnaires. Dans la mesure où le marché financier est parfait et les actionnaires rationnels (au sens des anticipations rationnelles), les coûts de ces procédures de contrôle seront finalement à la charge du dirigeant-propriétaire. Ce dernier peut même avoir intérêt à supporter directement les coûts de contrôle liés à des engagements de sa part (coûts de dédouanement) portant sur des garanties ou des audits volontaires. Le dirigeant-propriétaire accepte de supporter ces différents coûts, car par ailleurs les investissements financés grâce aux fonds recueillis lui permettront une fois les coûts déduits, d'accroître sa richesse personnelle. Comme les auteurs le précisent¹³, l'importance des coûts d'agence dépend des préférences des dirigeants, de la latitude dont ils disposent dans la prise de décision par rapport au critère de maximisation de la valeur et des coûts des procédures de contrôle. Jensen et Meckling mettent également en exergue le rôle des marchés (à l'exception des marchés des biens et des services) pour discipliner les dirigeants. Si le dirigeant perd le contrôle du capital, il se soumet à la discipline du marché du travail - les autres actionnaires peuvent alors engager un autre dirigeant - et à la discipline du marché financier, les actionnaires peuvent céder leurs actions. L'aspect disciplinaire lié à la structure de détention du capital, notamment à la répartition des votes et au rôle du conseil d'administration est à peine évoqué. Au delà du traditionnel conflit actionnaires / dirigeants, l'analyse de Jensen et Meckling porte également sur la relation d'agence établie avec les créanciers. Le recours à l'endettement permet au dirigeant-propriétaire de se

¹¹- Le terme de généralisation est un peu abusif. Contrairement à ce que prétendent Jensen et Meckling (1976), p.310, Alchian et Demsetz ne se limitent pas à l'analyse des relations contractuelles avec les employés puisqu'ils considèrent l'ensemble des inputs. Par ailleurs, Jensen et Meckling (1979), précisent leur conception en redéfinissant une fonction de production qui tient compte des éléments organisationnels.

¹²- Williamson (1988), p.575 tout en acceptant cette vision de la firme, critique le caractère neutre de cette représentation où tous les contrats sont placés sur le même plan; en fait, la place centrale du managementrompt cette neutralité.

¹³- Jensen et Meckling (1976), op.cit. p. 328.

soustraire à la discipline des actionnaires, mais il induit ses propres coûts d'agence, associés en particulier à la possibilité de substitution des actifs. Les créanciers peuvent limiter les risques en recourant notamment à des clauses contractuelles; le dirigeant peut également se dédouaner en produisant une information financière fiable et régulière. La possibilité d'être mis en faillite constitue également un mécanisme de contrôle. Jensen et Meckling font également allusion au rôle de la réputation des dirigeants pour réduire les coûts d'agence, ainsi qu'à la fonction de contrôle exercée par les analystes financiers appartenant aux investisseurs institutionnels ou aux sociétés de conseil en matière de gestion de portefeuille, dont ils justifient l'intérêt social. Les systèmes de contrôle des dirigeants tant internes qu'externes, dont disposent les actionnaires et les créanciers apparaissent donc multiples.

En considérant uniquement le cas de la firme managériale avec une séparation complète des fonctions de propriété et de direction, Fama (1980) étudie le cas extrême de séparation propriété/décision. D'une part, il insiste sur l'absence de bien-fondé de la notion de propriété de la firme; seule la propriété des facteurs de production lui apparaît pertinente. D'autre part, il distingue clairement les fonctions de direction et d'assomption du risque, confondues chez Alchian et Demsetz¹⁴. Le premier point malheureusement peu développé, induit que le contrôle des décisions ne relève pas exclusivement des actionnaires. Le second point, qui a donné lieu à des développements importants, consacre l'existence de deux facteurs de production séparés, la capacité managériale apportée par les dirigeants et la capacité à supporter le risque, assumée par les propriétaires. Si les actionnaires sont distincts des dirigeants, il s'ensuit une relation d'agence et les problèmes traditionnels qui lui sont liés, qui naissent des conflits d'intérêt et de l'asymétrie d'information. Les dirigeants sont nécessairement en conflit avec les actionnaires pour les raisons suivantes: l'essentiel de leur patrimoine (le capital humain) est investi dans la firme; leur horizon économique est limité à la durée de leur fonction; ils peuvent accroître leur utilité par différents avantages en nature¹⁵ au détriment des propriétaires. Les actionnaires ayant intérêt à diversifier leurs portefeuilles, n'ont pas avantage à assurer eux-mêmes le contrôle des dirigeants, lequel serait d'ailleurs difficile par suite de l'asymétrie d'information. Le principal système de contrôle des dirigeants pour Fama est compte tenu de l'importance du capital humain dans le patrimoine des dirigeants, le marché des dirigeants (marché du travail), qui peut cependant s'appuyer sur l'information fournie par le marché financier pour évaluer la performance réalisée et la répercuter sur la valeur du capital humain du dirigeant. Des mécanismes internes existent également pour compléter la discipline assurée par les marchés externes, tels que la hiérarchie, la surveillance mutuelle et surtout le

¹⁴ - En fait, il serait plus exact de dire que la fonction d'assomption du risque de l'entrepreneur soulignée par Knight, n'est pas centrale dans le modèle qu'ils proposent (Alchian et Demsetz, 1972, p.184).

¹⁵ - En fait cet argument est contesté par Demsetz (1983) pour lequel il n'y a aucune raison que les dirigeants bénéficient de plus d'avantages non pécuniaires dans les firmes managériales que dans les firmes dont ils sont les propriétaires principaux.

conseil d'administration dont la tâche spécifique est de contrôler les principaux dirigeants. Le conseil d'administration apparaît comme une institution issue du fonctionnement du marché; l'existence d'un marché des administrateurs externes permet d'inclure des administrateurs externes neutres qui garantissent l'efficacité du système. Le rôle attribué au conseil d'administration est notamment de démettre les dirigeants. Il s'agit d'un mécanisme moins coûteux que le système des prises de contrôle¹⁶ auquel on a recours en dernier ressort¹⁷. Pour Fama, le conseil d'administration peut également comprendre des représentants d'autres inputs que les actionnaires; il évoque notamment la possibilité de représentants des syndicats. Son analyse conduit d'une part, à une distinction entre les mécanismes disciplinaires externes (par les marchés) et internes et d'autre part, à une hiérarchie dans les systèmes disciplinaires. Le système principal est le marché du travail, complété par les systèmes internes et par le marché des prises de contrôle. L'efficacité du système global dépend principalement de l'efficacité du marché du travail¹⁸.

La théorie des formes organisationnelles due à Fama et Jensen¹⁹ ne modifie pas sensiblement la problématique établie par Jensen et Meckling et Fama. Elle consacre à partir d'une analyse de la structure des différents contrats, l'importance de la fonction d'assomption du risque résiduel et le rôle fondamental des créanciers résiduels, c'est à dire des apporteurs de fonds propres. L'apparition de cette fonction spécialisée permet de réduire les coûts de contrôle et d'ajustement des contrats établis avec les autres agents. En s'appuyant sur la notion d'information spécifique, Fama et Jensen définissent le degré de complexité d'une organisation. La minimisation des coûts d'agence dans les organisations complexes entraîne une séparation des fonctions de direction et de propriété (assomption du risque); inversement, les organisations non-complexes sont le plus souvent caractérisées par une réunion de ces fonctions. La séparation fonctionnelle propriété/direction entraînant des coûts d'agence, conduit également pour assurer la viabilité de la firme, à une séparation des fonctions de direction et de contrôle et à une diffusion importante des titres de propriété. Les systèmes de contrôle des dirigeants dans les organisations complexes apparaissent être comme chez Fama, la hiérarchie, la surveillance mutuelle et le conseil d'administration. La démarche suivie et le rôle attribué à la fonction d'assomption du risque assurée exclusivement par les apporteurs de fonds propres, conduisent à analyser uniquement les systèmes de contrôle existant entre les dirigeants et les actionnaires.

¹⁶- Le rôle disciplinaire des prises de contrôle a été mis en évidence par Marris (1964) et Manne (1965) notamment.

¹⁷ - Cette analyse est élargie par Hirschey (1986): Mergers, buyouts and fakeouts, American Economic Review, Mai 1986.

¹⁸- L'analyse présentée par Fama a notamment été critiquée par Holmstrom (1982) qui conteste l'efficacité du marché du travail comme mécanisme disciplinaire.

¹⁹- Fama et Jensen (1983 a et b), op. cit.

En caricaturant, les arguments présentés pour justifier l'attention portée aux conflits actionnaires dirigeants nous semblent au nombre de trois. Premièrement, le contrôle des inputs fait du dirigeant le créancier résiduel. L'ouverture du capital entraînant un partage des profits abaisse le pouvoir incitatif du système et implique le recours à des systèmes de substitution, rémunération indexée, conseil d'administration, prises de contrôle. Deuxièmement, les actionnaires n'étant pas incités à contrôler directement les dirigeants dans les firmes managériales, le contrôle des dirigeants relève principalement du marché du travail. L'efficacité partielle du contrôle par le marché du travail justifie l'intervention de mécanismes complémentaires, principalement le conseil d'administration et les prises de contrôle. Troisièmement, la séparation des fonctions d'assomption du risque et de direction implique pour jouer efficacement, une séparation des fonctions de contrôle et de direction et l'émergence de mécanismes autonomes tels que le conseil d'administration. Quoique l'approche de la firme qui a été retenue, permette une analyse beaucoup plus générale, sauf cas particulier, l'analyse des relations contractuelles se limite principalement aux dirigeants, aux actionnaires et aux créanciers financiers.

2 - Critiques et extensions

Réexaminons le cadre posé par les travaux précités afin de le critiquer et de l'élargir. Une première critique déjà évoquée, porte sur le caractère restrictif des partenaires concernés, il convient d'étendre l'analyse à l'ensemble des partenaires impliqués. En dehors de cette extension, le rôle, les objectifs des dirigeants et la nature de la firme méritent d'être rediscutés. Enfin, la notion même de performance soulève des interrogations.

a - Les partenaires impliqués

Les modèles théoriques précédents s'ils privilégient l'étude des relations entre actionnaires et dirigeants n'excluent pas l'intégration dans l'analyse d'autres partenaires. Les notions de propriété des inputs ou de relation d'agence permettent d'aménager un cadre de réflexion beaucoup plus général et d'intégrer le facteur travail qui est le grand absent des analyses précédentes. Dans le modèle d'Alchian et Demsetz, l'analyse de la gestion du facteur travail est très réduite; le rôle des syndicats est cependant évoqué comme facteur de contrôle des dirigeants. Les développements plus récents de la théorie des droits de propriété comme ceux de Furubotn (1988), accordent au contraire une place centrale à la main d'oeuvre. De même, les prolongements de la théorie positive de l'agence (au sens de Jensen et Meckling) attribuent peu de place à la relation d'agence établie entre la main d'oeuvre et les dirigeants. Ce point s'explique vraisemblablement par le fait que la relation salariale peut s'analyser comme une location et que les actifs humains ne figurent pas au bilan de la firme. Au reste,

selon Alchian et Demsetz (1972, p.792), dans la mesure où les services accomplis par les salariés le sont nécessairement en leur présence, les coûts d'agence seraient faibles. En fait, comme le montrent notamment Jensen et Meckling (1979, pp.479-480), la location d'actifs durables constitue le plus souvent un mécanisme contractuel plus coûteux que l'acquisition, par suite des incitations qu'a l'utilisateur à adopter un comportement négligent.

Les analyses de Williamson (1985, chapitre 12) et de Cornell et Shapiro (1987) élargissent singulièrement le cadre d'analyse habituel. Williamson appliquant la théorie des coûts de transaction à l'analyse de la gestion de la firme (corporate governance) examine les relations entre la firme et l'ensemble de ses partenaires: main d'oeuvre, capital, fournisseurs, clients, Société et dirigeants, à partir de son schéma contractuel traditionnel, fondé sur la spécificité des actifs. Dans le cas de la main d'oeuvre, les salariés qui effectuent des investissements spécifiques liés à la firme, sont souvent désavantagés par les contrats de travail de long terme qui codifient la relation établie entre eux et la firme. Des solutions comme la cogestion (Aoki, 1984), la participation au conseil d'administration ou les joint-ventures (Furubotn, 1988) qui permettent notamment de résoudre l'asymétrie d'information, sont suggérées. Les apporteurs de capitaux regroupent les apporteurs de fonds propres et les prêteurs. Les actionnaires sont considérés comme une entité dont l'investissement n'est associé à aucun actif particulier. Compte tenu de la spécificité de la transaction, la sauvegarde doit se faire par un mécanisme institutionnel, le conseil d'administration (Williamson, 1988, 1991). Inversement, la relation de prêt est associée au financement d'actifs redéployables et peut être protégée par des règles précises, notamment par la prise de garanties. Le mécanisme de sauvegarde peut donc être contractuel. Cependant, lorsque le risque de faillite s'accroît, le statut des prêteurs s'apparente à celui des actionnaires et une gestion institutionnelle fondée sur la présence de prêteurs au sein du conseil d'administration, peut s'imposer. La gestion de la transaction avec les fournisseurs dépend également de la spécificité des investissements qu'ils ont réalisés pour supporter les transactions avec la firme. Le plus souvent, les mécanismes contractuels constituent un mode de gestion satisfaisant. La protection des clients peut également être assurée indépendamment de tout mécanisme institutionnel, notamment par la marque qui fait intervenir la réputation de la firme, les contrats de garanties ou les panels de consommateurs. Les conflits avec la Société sont illustrés par les problèmes induits par la pollution ou les infrastructures mises à disposition par les pouvoirs publics ou les collectivités locales. Des arrangements contractuels (imposition) sont possibles ou encore le recours à des mécanismes d'otages. Enfin, et c'est un aspect particulièrement original de l'analyse de Williamson, la transaction entre le management et la firme fait l'objet d'une analyse explicite. Le mode de gestion dépend également de l'investissement spécifique réalisé par le dirigeant; un caractère spécifique élevé implique le recours à des contrats de rémunération, à des procédures de protection (telles que les "parachutes dorés") et à la présence du dirigeant au

conseil d'administration. Le conseil d'administration s'il se voit reconnaître un rôle secondaire de protection du dirigeant, dans l'optique de Williamson, reste cependant le mécanisme privilégié de protection des actionnaires.

La démarche de Cornell et Shapiro se situe dans un tout autre contexte que celle de Williamson. Il s'agit en fait d'examiner l'incidence des conflits entre les dirigeants et l'ensemble des cocontractants sur la politique financière. L'intégration des créances implicites liées notamment aux garanties accordés aux clients et aux promesses faites aux salariés, en matière de sécurité d'emploi, conduit à adopter une vision élargie du bilan, où la notion de capital organisationnel occupe une place centrale. Le capital organisationnel brut est défini comme la valeur de marché de l'ensemble des créances implicites que la firme espère vendre. Il a pour contrepartie la valeur des dettes organisationnelles que la firme contracte pour financer ce type de créance; c'est à dire la valeur actualisée des coûts entraînés par la "vente" des créances. Le surplus organisationnel égal à la différence entre les créances et les dettes, serait à l'origine de la rente qui détermine la rentabilité des investissements. Une conséquence en matière de politique de financement est que la firme doit éviter de trop s'endetter afin de ne pas compromettre la valeur du capital organisationnel, dont le lien avec l'investissement fait en réputation²⁰ est évident. Le problème conflictuel se situe en fait dans la constitution et dans l'appropriation du surplus. Par exemple, comme le suggère Aoki (1990), les employés peuvent trouver intérêt à accepter des salaires moins élevés et à produire plus d'efforts en contrepartie d'une meilleure sécurité d'emploi. A partir d'un tel contrat implicite, le dirigeant constitue un surplus organisationnel qu'il pourra éventuellement s'approprier; en particulier, il prendra les décisions qui lui permettront de maximiser la valeur du capital organisationnel ex-post. Les salariés doivent cependant être à même de faire respecter les promesses faites, par exemple, en s'appuyant sur un syndicat d'entreprise. Le capital organisationnel peut s'interpréter comme une quasi-rente particulière et vraisemblablement, comme une composante majeure de l'ensemble des quasi-rentes que s'approprie la firme. L'appropriation finale des quasi-rentes dépend du comportement de l'ensemble des membres de la coalition et notamment du dirigeant.

Au delà de l'élargissement de l'analyse à l'ensemble de la coalition dont on peut trouver une présentation plus achevée, liant notamment les courants théoriques de l'agence, des coûts de transaction et organisationnels, dans la littérature stratégique récente (Hill et Jones, 1992), il convient également de revenir sur l'analyse du rôle joué par les actionnaires et les créanciers. Les schémas présentés par Jensen et Meckling ou par Fama et Jensen sont caricaturaux; on considère soit que le dirigeant est le principal actionnaire, soit que le capital est dispersé et qu'aucun actionnaire ne pèse de façon déterminante. Comme le montre Demsetz (1983), la

²⁰- Voir Maksimovic et Titman (1991) pour une analyse très proche.

firme managériale est peu répandue, même aux États-Unis. Non seulement, les dirigeants détiennent souvent une part significative du capital, mais par ailleurs, certains actionnaires possèdent un pouvoir important, avec des pourcentages relativement faibles du capital, notamment les investisseurs institutionnels. Shleifer et Vishny (1986) montrent comment la présence d'un actionnaire minoritaire important peut permettre de résoudre le problème traditionnel de *free-riding* posé par la dispersion des petits porteurs; ce type d'actionnaire serait chargé d'exercer le contrôle des dirigeants et serait dédommagé par le versement de dividendes. Easterbrook et Fishel (1983) justifient également la subsistance du droit de vote²¹ par le même argument; le rôle principal du vote est de permettre l'exercice du contrôle aux actionnaires qui détiennent une part significative du capital. Stiglitz (1985) reconnaît également l'importance de ce type d'actionnaires. Il souligne cependant que le contrôle qu'ils exercent, est coûteux en termes de diversification et qu'il doivent recevoir une compensation. Le versement de dividendes, proposé par Shleifer et Vishny pourrait constituer cette compensation.

La catégorie des créanciers mérite également d'être analysée plus précisément, en distinguant notamment, les créanciers obligataires et les banques. Le rôle disciplinaire des banques est souvent souligné. Pour Stiglitz (1985, p.143) les banques ont souvent des intérêts en jeu importants dans les firmes; la nature des contrats auxquels elles recourent font qu'elles portent principalement leur attention sur le risque de faillite et qu'elles recueillent leur information en conséquence. Leur intérêt est de limiter le risque. Les problèmes de *free-riding* en cas de banquiers multiples peuvent être résolus par le système des prêts syndiqués (ou du pool bancaire); l'efficacité du système tient notamment au mécanisme de réputation. Fama (1985) distinguent "les dettes internes" contractées auprès des banques, des "dettes externes" négociées directement sur les marchés. L'avantage des dettes internes trouve son origine dans la discipline exercée par les banques, notamment par le renouvellement des prêts à court terme et à l'accès privilégié qu'elles ont à l'information interne à la firme. Ce rôle de contrôle exercé par les banques est aussi mis en évidence par Diamond (1984, 1991) qui insiste sur les effets de réputation. Fama (1990) démontre en se livrant à une analyse de la structure de l'ensemble des contrats que les banques, mais également les obligataires dans la mesure où ils font intervenir des analystes, un *rating*, assurent une fonction de spécialistes du contrôle. Cette spécialisation conduirait les autres partenaires de la firme, détenteurs de revenus fixes, à leur déléguer le contrôle des dirigeants. L'importance du rôle disciplinaire exercé par les banques est souvent avancée comme étant un des facteurs déterminants de l'efficacité des firmes japonaises (Aoki, 1990; Williamson, 1991b); ce contrôle est d'autant plus renforcé que les banques au Japon sont également les actionnaires principaux. L'examen

²¹. Une analyse différente du rôle du droit de vote peut être trouvée dans Grossman et Hart (1988) et Harris et Raviv (1988). Ces articles portent notamment sur l'optimalité de la règle une action / une voix.

du rôle des actionnaires principaux et des banques confirme l'idée que les fonctions de contrôle des dirigeants peuvent être déléguées à des agents spécialisés.

b - Rôle et objectifs du dirigeant et nature de la firme

Chez Alchian et Demsetz, le dirigeant occupe la position centrale du processus productif et est chargé d'assurer la meilleure productivité possible en contrôlant les différents membres de l'équipe. Il y a délégalion de cette fonction. L'analyse est centrée sur les raisons qui font émerger la firme comme mode de production efficace. Cette justification de la firme disparaît dans la théorie de l'agence. Comme il est de tradition dans ce courant théorique, les frontières de la firme sont mal cernées; aucune distinction n'est faite entre les transactions internes et externes. Dans la conception la plus large de cette théorie, le dirigeant n'est pas que l'agent des actionnaires, mais l'agent de l'ensemble des "principaux" qui peuvent être considérés comme constituant la coalition.

Williamson tout en étant proche de cette vision, s'en sépare cependant; la théorie des coûts de transaction fonde son analyse sur les transactions et non sur les relations d'agence et surtout conçoit la firme comme un instrument de gestion (*corporate governance*) et non comme une fonction de production. Ce déplacement d'optique le conduit à s'intéresser prioritairement à ce qui distingue le marché de l'organisation; la question des frontières de la firme est prédominante, notamment parce que la firme s'oppose au marché comme mode de gestion des transactions²². Les conséquences de cette démarche sur l'analyse du rôle du dirigeant sont évidentes si on revient au traitement très original que fait Williamson de la position du dirigeant; l'apport du capital humain des dirigeants est traité comme une transaction à part entière, qui nécessite la mise en oeuvre de procédures de gestion spécifiques. *A priori*, le dirigeant est traité avec la même approche que les autres agents, cependant la position centrale qu'il occupe, lui confère un avantage stratégique, lié au fait qu'il négocie de façon bilatérale avec les autres agents de la coalition. En définitive, et pour simplifier, le dirigeant est le centre des transactions. La firme apparaît comme un mécanisme plus efficace que le marché pour gérer certains types de transactions.

Quelle que soit la définition du rôle du dirigeant, gestionnaire des transactions, des relations d'agence, des facteurs de production, quel objectif peut-on lui attribuer? La formulation traditionnelle consiste à retenir le critère de maximisation de l'utilité sans préciser définitivement les arguments de la fonction d'utilité, où pourraient apparaître certes la richesse, mais également, le pouvoir, la notoriété, etc. Nous pensons qu'une façon de rendre plus productive du point de vue heuristique, l'intégration de ces différents paramètres, est à l'instar de Shleifer et Vishny (1989), de considérer que le dirigeant cherche à maximiser la valeur des

²². Bien entendu, des formes intermédiaires hybrides existent et se situent entre ces deux formes polaires, cf. Williamson (1991a)

investissements dont le caractère spécifique dépend de sa présence à la direction de la firme. D'une certaine façon cela équivaut à dire qu'il cherche à maximiser la rentabilité de son investissement en capacité managériale. L'avantage de cette définition comme le mentionnent Shleifer et Vishny (1989, pp.124-125), est d'attirer l'attention sur les décisions que les dirigeants doivent prendre pour satisfaire les objectifs classiques exprimés en termes de richesse, de notoriété ou de prélèvements non pécuniaires. Ce type de définition conduit notamment à examiner le comportement du dirigeant par rapport à un objectif d'"enracinement". Par exemple, le dirigeant va chercher à acquérir des actifs dont la valeur dépend de la spécificité qu'il leur confère, autrement dit, de sa présence en tant que dirigeant. Cet objectif peut également être exprimé en termes de maximisation de la rente obtenue grâce à la capacité managériale des dirigeants.

Une telle formulation peut aussi être rapprochée de celles suggérées récemment tant par Myers (1990), dans sa tentative de généraliser la théorie du free cash-flow de Jensen²³ (1986) que par Castanias et Helfat (1992). Myers propose une théorie managériale ou organisationnelle de la structure de financement; l'objectif retenu pour les dirigeants consiste à maximiser la richesse sociétale (*corporate wealth*), c'est à dire la richesse placée sous leur contrôle. Cette richesse comprend outre les fonds propres, un "surplus organisationnel" égal à la valeur actuelle des prélèvements futurs, des coûts liés à un sureffectif, ou encore, du surcroît des salaires par rapport aux normes du marché. Cependant, la formulation de Myers contient une dérive holiste, dans la mesure où cet objectif est en fait attribué à la firme en tant que coalition, les préférences personnelles du dirigeant étant considérées comme secondaires. Castanias et Helfat resituent quant à eux, le rôle du dirigeant dans une vision de la firme issue de la théorie de l'agence, complétée par la perspective donnée par Eliasson (1990) qui insiste sur le rôle central joué par la compétence de l'équipe managériale. L'objectif des dirigeants consiste à créer des rentes; ils utilisent leurs compétences particulières pour mettre en oeuvre la stratégie la plus apte à favoriser cette création. L'appropriation de ces rentes sous des formes diverses (salaires, stock-options, avantages en nature,...) permet de rentabiliser l'investissement spécifique fait par les dirigeants pour acquérir les compétences managériales. L'analyse s'écarte cependant de celle de Shleifer et Vishny dans la mesure où elle montre que les rentes managériales peuvent être utilisées pour résoudre les conflits potentiels entre dirigeants et actionnaires et que les dirigeants choisissent les stratégies qui leur permettent simultanément de maximiser la richesse des actionnaires et les rentes managériales. Il y a déplacement des centres d'intérêt traditionnels de la théorie de l'agence, fondés sur les conflits

²³ - La théorie du free cash-flow met l'accent sur le cash-flow disponible, c'est à dire le cash-flow excédant les projets d'investissement à valeur actuelle nette positive, dont peuvent disposer les dirigeants pour satisfaire leurs propres objectifs. Un moyen de renforcer l'efficacité consiste à obliger les dirigeants à "dégorger" ce free cash-flow, par exemple en renforçant l'endettement.

d'intérêt des dirigeants et les systèmes de contrôle vers l'analyse de la compétence managériale, c'est à dire de la capacité à générer des rentes.

c - La performance pour qui?

Les discussions sur la nature des objectifs des dirigeants, l'optique de la coalition et les conflits qu'elle recouvre, conduisent à s'interroger sur la pertinence d'une mesure de performance fondée sur la maximisation de la richesse pour les actionnaires, donc sur la valeur boursière des fonds propres. Charreaux (1991) montre empiriquement qu'il n'y a pas convergence des mesures de performance fondées sur la rentabilité des fonds propres ou sur la rentabilité économique. Fama (1978) sous des hypothèses restrictives de marché financier parfait et en considérant deux classes d'agent, actionnaires et créanciers, démontre que la règle optimale est de maximiser la valeur globale de la firme (optique de la rentabilité économique), en cas de conflit. Toutefois, cette règle est mise en échec dans le cas où il y a des restrictions sur la négociabilité des titres (Fama et Jensen, 1985).

La prise en compte de l'ensemble des participants à la coalition supposerait une mesure de la valeur de la firme telle que celle prônée par Cornell et Shapiro, où soit pris en compte l'ensemble des créances et dettes implicites contractées par la firme, notamment celles incluant le capital humain. L'évaluation des créances et des dettes implicites étant un problème non résolu, la définition d'une mesure globale de la valeur de la firme apparaît difficile. En outre, le caractère non-négociable des titres implicites conduirait vraisemblablement à rejeter également le critère de maximisation de la valeur. Enfin, Stiglitz (1985, p.148) considérant que la vision de la firme sous-jacente à la théorie de l'agence correspond à un jeu principaux multiples / agent unique (ou agents multiples), en déduit que l'équilibre de Nash n'est pas Pareto-optimal, même si on ignore les problèmes de *free-riding*. La définition d'un critère de performance unique devient donc pour le moins problématique²⁴.

Ces réflexions conduisent également à considérer avec suspicion les conclusions établies à partir de mesures de performance, qui s'appuient uniquement sur le critère de l'enrichissement des actionnaires; par exemple, quant à l'utilité sociale des prises de contrôle (Jensen et Ruback, 1983; Jensen, 1984, 1988). Shleifer et Vishny (1988) pensent qu'il faut également considérer les variations de richesse de l'ensemble des partenaires de la firme²⁵, y compris des dirigeants. Le problème apparaît en fait lié à l'appropriation du capital organisationnel associé aux créances implicites, les partenaires autres que les actionnaires étant *a priori* correctement dédommagés pour les contrats explicites établis avec la firme.

²⁴- Ces considérations rejoignent celles évoquées par Homstom et Tirole (1989, p.101) lorsque les marchés sont incomplets.

²⁵- la notion d'utilité sociale dans la mesure où elle a une signification dépasse d'ailleurs les conséquences des prises de contrôle sur la richesse des partenaires concernés.

Les prises de contrôle peuvent rompre les contrats implicites. Ainsi, les licenciements constituent une rupture du contrat implicite garantissant l'emploi des salariés. Cette rupture peut entraîner un transfert de richesse des salariés au profit des nouveaux actionnaires qui ne sont pas obligés d'assurer la même garantie de l'emploi. Un exemple similaire peut être trouvé avec la garantie des produits et les clients ou la poursuite de relations contractuelles implicites avec les fournisseurs. Une mesure de performance adéquate devrait pouvoir rendre compte de l'ensemble des conséquences sur la richesse des partenaires concernés.

Ces réflexions induites par le caractère conflictuel des objectifs des différents partenaires nous orientent vers la solution coopérative évoquée par Aoki (1984). Tous les partenaires ont sauf exception avantage²⁶ à ce que la firme poursuive ses activités. Leur intérêt est donc de coopérer plutôt que de subir les coûts engendrés par les conflits. Cette coopération conduit à considérer la firme comme un équilibre organisationnel résultant d'un jeu de type coopératif. L'état d'équilibre est caractérisé par le fait qu'aucun des joueurs (des stakeholders) ne peut accroître son utilité sans risquer une perte d'utilité supérieure due au retrait de la coalition d'un autre joueur. Les différents groupes rechercheront par conséquent les structures organisationnelles qui seront compatibles avec cet équilibre. Selon ce schéma, le rôle des dirigeants est d'arbitrer entre les différents intérêts de façon à parvenir à une solution coopérative; il s'agit d'une conception neutre du rôle du dirigeant distincte de la conception managériale. Un tel schéma conduit également à la conclusion qu'il peut être dans l'intérêt de certains partenaires de rompre l'équilibre, c'est à dire de se retirer de la coalition, fut-ce au détriment de l'intérêt général. De même, l'équilibre peut être rompu par l'irruption d'un tiers lors d'une prise de contrôle qui réaménagera l'équilibre organisationnel en fonction de valeurs différentes des paramètres.

Ces considérations entraînent les conclusions suivantes: (1) l'étude de la relation structure organisationnelle / performance en fonction du seul conflit actionnaires / dirigeants, même si elle présente un intérêt, ne peut apporter que des réponses partielles; (2) la performance ne peut être appréhendée du seul point de vue des actionnaires; l'optique de la coalition conduit à adopter une définition différente de la performance; (3) les systèmes disciplinaires sont interdépendants, la plupart des études qui les considèrent déconnectés d'un système plus général de contrôle ne permettent pas de juger véritablement de leur efficacité; (4) l'efficacité globale du système provient de la capacité des systèmes disciplinaires à réduire l'ensemble des coûts, dont les coûts d'agence ne sont qu'une composante ; (5) il est vraisemblable que les dirigeants qui jouent un rôle central dans le processus en établissant les contrats, cherchent à échapper aux forces disciplinaires et à retarder les processus

²⁶. Une telle vision est cependant infirmée puisqu'il existe des procédures de faillite qui sont déclenchés par des retraits de la coalition; le dirigeant peut lui-même avoir intérêt à déclencher le processus.

d'ajustement²⁷, en prenant les décisions stratégiques qui leur permettent de maximiser leur utilité.

ENRACINEMENT ET EFFICACITÉ DES FACTEURS DISCIPLINAIRES

Le cadre élargi que nous venons de préciser, nous conduit à étudier l'efficacité du système disciplinaire global relativement à l'objectif d'enracinement attribué aux dirigeants. Ces derniers cherchent à accroître la valeur des investissements dont le caractère spécifique leur est lié, notamment par création de capital organisationnel. Comme le précisent Shleifer et Vishny (1989, p.124), de tels investissements entraînent une rémunération élevée ou des prélèvements importants du dirigeant, ainsi qu'un remplacement coûteux; les avantages pour le dirigeant sont également une plus grande sécurité d'emploi, ainsi qu'un plus grand pouvoir discrétionnaire. Cependant contrairement à l'analyse faite par ces deux auteurs, le conflit ne se limite pas aux actionnaires. L'argument auquel ils recourent, pour justifier l'objectif des dirigeants en matière d'investissement est qu'ils utilisent les capitaux mis à disposition par les actionnaires pour le financer; ce faisant, ces derniers deviendraient dépendants vis-à-vis des dirigeants. Or, l'essentiel des capitaux utilisés par les dirigeants ne provient pas des actionnaires mais des prêteurs, voire dans une conception plus extensive des capitaux, des salariés qui apportent leur capital humain. Une généralisation de l'argument invoqué conduit à analyser les modalités selon lesquelles les dirigeants peuvent utiliser les capitaux mis à leur disposition pour créer des actifs qui leur sont spécifiques. Ils peuvent agir en rédigeant, soit des contrats explicites, soit des contrats implicites. Si les contrats explicites peuvent permettre l'enracinement, par exemple le recours à des "parachutes dorés", ils ne constituent pas la meilleure façon de réaliser un investissement spécifique, car ils sont soumis à un contrôle plus strict; en outre, ils sont garantis par la firme et non par la personnalité même du dirigeant. Par conséquent, en cas de changement de dirigeant, la garantie sera maintenue. La voie privilégiée consiste plutôt à établir des contrats implicites spécifiques aux dirigeants (Shleifer et Vishny, 1989 p.132), fondés principalement sur leur réputation ou sur le réseau de relations de confiance (Breton et Wintrobe, 1982) qu'ils auront pu constituer. Ainsi, un dirigeant peut promettre à certains salariés une promotion plus rapide ou différents avantages s'ils restent au sein de l'entreprise; si cette promesse n'est pas supportée par un contrat explicite, les salariés ont un intérêt évident au maintien du dirigeant. Si on reconsidère ces réflexions en liaison avec la notion de capital organisationnel évoquée par Cornell et Shapiro, il apparaît évident que les dirigeants vont tenter de conférer un caractère spécifique lié à leur présence, au capital organisationnel. Ils peuvent ainsi imposer deux types de coûts aux actionnaires (Shleifer et

²⁷- Bien entendu, les autres agents peuvent avoir également intérêt à retarder les processus d'ajustement.

Vishny,1989, p.132), un premier type de coût entraîné par des investissements sous-optimaux²⁸, un second type de coût associé à une appropriation plus importante des quasi-rentes.

L'efficacité des différents facteurs disciplinaires doit être appréhendée en fonction de cette problématique. Nous allons en conséquence préciser en premier lieu, les modalités d'analyse des différentes relations disciplinaires. En second lieu, nous examinerons les différentes relations. Enfin et en troisième lieu, le lien entre le processus d'enracinement des dirigeants et la stratégie adoptée par la firme, qui détermine sa performance, fera l'objet d'une rapide investigation.

1 - Les modalités d'analyse des relations

Le système de contrôle global des dirigeants peut être analysé en distinguant les composantes internes à la firme des composantes externes; c'est ce que font par exemple Walsh et Seward dans une analyse limitée aux conflits actionnaires / créanciers. Cette distinction recoupe en grande partie l'opposition faite par Williamson entre les deux grands modes de gestion des transactions : gestion par le marché ou gestion par l'organisation (ou par la hiérarchie). Le choix dépend de la spécificité des actifs impliqués dans la transaction. Par exemple, Williamson conclut que les actifs fortement spécifiques doivent être financés par apport de fonds propres et gérés par un mécanisme de type institutionnel. *A contrario*, les actifs faiblement spécifiques doivent être financés par dette et contrôlés par un mécanisme de marché. Chaque mode de gestion présente des avantages et des inconvénients (Williamson 1991a, p.281) en termes d'adaptabilité; notamment, la gestion par le marché présente un caractère très incitatif et permet une adaptation de type autonome (sans concertation avec l'autre partie); inversement, la gestion institutionnelle (ou hiérarchique) ne repose pas sur des incitations directes, mais sur un contrôle de type administratif et elle permet une adaptation fondée sur la coopération. Le recours aux tribunaux pour gérer les conflits est également une caractéristique de la gestion par le marché. Bien entendu, il existe de nombreuses formes hybrides situées entre ces deux formes extrêmes, dont les caractéristiques sont mixtes. On peut déduire du rapprochement entre les mécanismes externes et les mécanismes de marché d'une part et les mécanismes internes et les mécanismes de type institutionnel, d'autre part, que les mécanismes externes devraient être *a priori* plus incitatifs; en revanche, les mécanismes internes seraient davantage fondés sur la coopération et relèveraient du type administratif. La classification de Williamson ne permet cependant pas de couvrir l'ensemble des mécanismes internes et externes, qui exercent une contrainte sur les dirigeants, car la notion de procédure de gestion de la transaction est plus restrictive que celle de mécanisme disciplinaire; par

²⁸- Par exemple en promettant plus qu'il n'est nécessaire aux salariés, aux clients, etc.

exemple, la pression exercée par le marché financier dépasse l'analyse de la seule transaction qui intervient entre les actionnaires ou les obligataires et la firme.

L'inconvénient d'une présentation séparée des mécanismes disciplinaires internes et externes est qu'elle oblitère l'interdépendance entre les différents mécanismes. Ainsi, la pression exercée par les créanciers interagit avec celle du conseil d'administration, ce qui ne signifie pas cependant qu'elle soit convergente, les intérêts des créanciers étant divergents de ceux des actionnaires. Une analyse des différents modes de gestion par type de transaction nous paraît préférable même si elle présente apparemment le même défaut; il est irréaliste de penser le mode de gestion de la transaction entre les actionnaires et la firme sans tenir compte des incidences des modes de gestion des autres transactions. Toutefois, elle permet d'appréhender les interdépendances par type de transaction, ce qui nous paraît plus opportun en relation avec la problématique adoptée.

Nous opterons donc pour une présentation successive des différents mécanismes de contrôle des dirigeants en liaison avec les principaux types de transactions, qui interviennent entre les dirigeants qui jouent un rôle central, les créanciers, les salariés, les actionnaires et un dernier groupe comprenant, les clients, les fournisseurs et les agents divers, tels que les Pouvoirs Publics, les collectivités locales, les lobbies divers... Nous éviterons délibérément d'ouvrir l'analyse par la relation dirigeant / actionnaires afin de bien montrer qu'elle ne constitue qu'une transaction particulière. Si l'on raisonne en fonction de l'importance des capitaux apportés, il est vraisemblable que dans de nombreuses activités, les actionnaires occupent une place moins importante que les salariés et les créanciers. Par ailleurs, l'analyse des différentes relations entretenues par les différents partenaires avec les dirigeants offrent des points communs. Premièrement, tous les partenaires sont en situation d'asymétrie d'information par rapport aux dirigeants; ils sont tous exposés à des degrés divers au risque moral et à la sélection adverse qui s'ensuivent. Deuxièmement, tous les partenaires sont en situation de risque. La valeur de leur capital au sens large (capital humain, réputation, etc.) dépend de l'évolution des résultats de la firme. Le statut de créancier résiduel et la fonction d'assomption du risque ne sont pas limités aux seuls actionnaires. D'une part, en cas de faillite les créanciers et les salariés perdent une partie de leur capital, financier, humain ou réputationnel. D'autre part, la valeur des créances implicites contractées évoluent en fonction de la performance de l'entreprise. Troisièmement, quel que soit le partenaire considéré, les dirigeants mettent en oeuvre la même stratégie d'enracinement; ils cherchent à établir des créances implicites qui reposent sur leur présence à la tête de la firme. Il apparaît ainsi qu'une stratégie d'enracinement conduit inévitablement à un renforcement du caractère spécifique des transactions et si l'on suit Williamson, à un renforcement des contrôles de type institutionnel et coopératif. Le problème commun aux différents partenaires est de lutter contre l'asymétrie d'information, sachant que les enjeux sont différents, les possibilités d'accès à l'information très inégales et le contrôle du

dirigeant très difficile compte tenu de la nature complexe des tâches managériales. Une différence cependant distingue l'analyse des transactions entre les actionnaires des sociétés cotées de celle des autres transactions. Sauf exception, par exemple dans le cas des obligataires, les titres supports de la transaction ne font pas l'objet d'une évaluation continue par un marché quasi-efficent. Dans le cas des actionnaires des sociétés cotées, le cours du titre reflète l'incidence de toute décision sur la richesse des actionnaires. On peut ainsi mesurer par exemple, l'impact d'une décision d'investissement, d'un nouvel emprunt ou d'une grève sur la richesse des actionnaires, et par conséquent l'influence des différents systèmes disciplinaires, mais du seul point de vue des actionnaires²⁹.

2 - les différentes relations

Comme nous l'avons annoncé précédemment nous considérerons successivement les transactions établies avec les prêteurs, les salariés, les actionnaires et les autres parties (clients, fournisseurs, politiques...)

a - Les prêteurs

L'analyse de la transaction qui s'établit entre le prêteur et la firme est souvent faite de façon sommaire et repose sur l'asymétrie d'information entre le dirigeant et le prêteur. En schématisant, le risque pour le prêteur est que les capitaux prêtés soient utilisés à d'autres fins que le financement du projet pour lequel ils ont été contractés. Les moyens de protection des prêteurs sont bien connus (Jensen et Meckling, 1976), clauses contractuelles, prises de garantie, paiements échelonnés, etc. Remarquons à l'occasion que l'objectif d'enracinement du dirigeant l'entraîne à ne pas accroître le risque des investissements en cas de recours à l'endettement (une fois le prêt accordé), ce qui contredit l'intérêt des actionnaires. Une cessation de paiement entraînant le plus souvent un changement de dirigeant (Gilson, 1989), donc une perte de capital spécifique, le dirigeant a intérêt à opter pour une politique prudente (Friend et Lang, 1988; Gilson, 1989), qui lui permette de faire face aux échéances. Ce raisonnement est d'autant plus exact que le dirigeant détient une part faible du capital³⁰. Les banques en outre, même si elles n'ont pas d'accès direct à l'information, obtiennent le plus souvent l'information financière qu'elles demandent; elles ont également accès à l'information financière légale ainsi qu'aux différentes banques de données pour lutter contre l'asymétrie d'information. Le marché financier réagit d'ailleurs favorablement à l'accord de nouveaux crédits bancaires ou aux renouvellements (James, 1987; Lummer et McConnell, 1989),

²⁹- Cette remarque n'exclut pas que l'évolution du cours boursier puisse constituer un signal pour les autres agents.

³⁰- Dans le cas contraire, son intérêt en tant qu'actionnaire est que les investissements soient plus risqués.

confirmant le rôle informatif joué par les banques du fait de leur accès privilégié à l'information interne. Pour les crédits de court terme renouvelables, elles peuvent facilement ajuster les taux. Enfin, elles peuvent recourir aux procédures légales habituelles. Il semblerait donc *a priori* que les mécanismes contractuels permettent un contrôle efficace des dirigeants et qu'il leur soit difficile d'utiliser les capitaux empruntés pour financer des investissements qui leur soient spécifiques. Cependant, le nombre de faillites important et le faible taux de récupération de leurs créances par les banques (Malecot, 1992) montrent que les mécanismes de protection sont loin d'être totalement efficaces.

Tentons de comprendre les raisons de ce phénomène. Le type de raisonnement décrivant la relation firme-prêteur est univoque et ne rend compte que très imparfaitement de la nature de la transaction qui intervient entre le prêteur et la firme. Considérons le cas le plus fréquent d'une relation avec une banque. Les banques sont en concurrence; celle-ci se fait certes sur les taux, mais également sur les services rendus et sur les conditions d'octroi du prêt. Ainsi, le plus souvent une banque ne finance pas un projet d'investissement, mais l'ensemble des opérations de la firme. La rentabilité pour la banque ne dépend pas uniquement du financement d'un seul projet, mais s'inscrit dans une relation de long terme. Le caractère spécifique de cette dernière est beaucoup plus important que ce qui est généralement postulé. Par ailleurs, compte tenu de l'objectif énoncé, le dirigeant choisit la banque qui lui permet d'accroître la valeur de son capital spécifique. Autrement dit, il privilégie la banque qui lui permet d'étendre son pouvoir discrétionnaire, celle qui accorde le plus de poids au facteur personnel, notamment si ce dernier permet de diminuer l'asymétrie d'information. N'oublions pas que les transactions avec les banques sont souvent fondées sur des considérations de réputation du dirigeant et sur la relation de confiance qui s'instaure entre la banque et le dirigeant. En outre, il peut être rentable pour une banque d'entretenir une relation d'affaires avec certains dirigeants, notamment ceux des entreprises les plus prestigieuses ou ceux qui occupent des fonctions honorifiques. La relation entre la banque et le dirigeant revêt alors un caractère spécifique évident et une banque peut hésiter à interrompre une relation d'affaires compte tenu des effets induits sur sa réputation, même si ses spécialistes n'ignorent pas les risques réels d'une situation compromise. En particulier, elle peut être conduite à accepter plus facilement un plan de réaménagement des dettes, afin de ne pas compromettre son capital réputationnel et ce d'autant plus qu'il y aura des pressions externes, politiques notamment. Précisons que ce type de relations n'est pas nécessairement défavorable aux actionnaires, si les conditions obtenues par le dirigeant sont concurrentielles. Néanmoins, il est possible que le dirigeant préfère accepter des conditions plus défavorables pour maximiser la valeur de son capital spécifique. Un renouvellement de crédit même s'il constitue un signal jugé positivement par le marché ne signifie pas nécessairement que les banques apprécient favorablement la situation.

En conclusion, les mécanismes contractuels entourant la relation de prêt même s'ils sont contraignants, notamment de par le caractère régulier des versements, laissent cependant des espaces discrétionnaires aux dirigeants. La construction d'une relation contractuelle de long terme à caractère fortement spécifique peut permettre au dirigeant d'accroître son capital spécifique et d'assouplir les contraintes traditionnelles. Cette possibilité sera d'autant plus forte que le dirigeant possède un grand prestige et une réputation solide, ce qui est le cas en particulier des dirigeants des grandes entreprises managériales. La menace d'une interruption de la relation avec la banque ou d'une procédure de faillite implique cependant que les dirigeants ont intérêt à limiter le risque dans les décisions stratégiques qu'ils prennent.

b - Les salariés

Le pouvoir disciplinaire lié à la surveillance mutuelle a notamment été évoqué par Fama (1980); les salariés ont intérêt à ce que la performance réalisée par la firme soit satisfaisante car la valeur de leur capital humain en dépend. Il s'agit d'un mécanisme de pression interne qui s'appuie sur l'évaluation faite par le marché de l'emploi. Au delà de cette description sommaire, que peut-on établir quant à la pression exercée sur les dirigeants par les salariés et les mécanismes par lesquels elle s'effectue?

Le raisonnement suivi par Fama implique que l'intensité du contrôle sera d'autant plus forte que la valeur du capital humain des salariés sera élevée et qu'elle sera sensible à l'investissement spécifique réalisé par le salarié. Ainsi, si on fait exception des pressions exercées par des voies politiques ou syndicales, les salariés dont la valeur en capital humain est faible auront un pouvoir de pression réduit. La protection contractuelle traditionnelle (contrat explicite) apparaît surtout efficace pour les salariés dont l'investissement spécifique à la firme est peu élevé³¹. Inversement, si le salarié a effectué des investissements spécifiques substantiels, comme le montre Furubotn (1988), la protection contractuelle devient le plus souvent insuffisante pour le protéger contre l'éventuel comportement opportuniste des dirigeants ou contre les conséquences d'une gestion défailante, sur la valeur de leur capital humain. Différents modes de protection peuvent être envisagés; la firme peut prendre en charge le financement de l'investissement spécifique (c'est à dire de la formation) mais cette solution n'est pas sans inconvénients, l'opportunisme pouvant venir également du salarié. La constitution d'un syndicat peut constituer également une issue possible, mais il s'agit d'une solution coûteuse. Une troisième solution peut être trouvée dans une association des salariés au capital et à la gestion. Cette dernière solution se trouve fréquemment dans les entreprises dont les salariés sont très spécialisés (cabinets d'avocats, d'experts-comptables...). Dans le

³¹ - Pour une analyse des problèmes posés, lire notamment Becker (1964) et Klein, Crawford et Alchian (1978). Par ailleurs, selon une remarque faite par Salmon, même en l'absence de capital spécifique, le mécanisme du salaire d'efficacité implique le versement au salarié d'une quasi-rente qui le rend vulnérable et qui l'incite à contrôler les dirigeants.

cas d'une association au capital, si les salariés sont peu nombreux, compte tenu de leur situation interne qui leur permet un accès privilégié à l'information, le contrôle réalisé est généralement efficace. Une solution institutionnelle qui ne nécessite pas nécessairement une association au capital, peut être également trouvée dans la participation des salariés au conseil d'administration (Aoki, 1984; Williamson, 1985), afin également de résoudre le problème informationnel. La réalité montre, même s'il y a un accroissement de l'intéressement, que ces solutions sont rarement adoptées et que le plus souvent, tant la participation au capital qu'au conseil d'administration résulte plus d'une intervention réglementaire que d'un accord privé. Pour expliquer ce phénomène, Furubotn suppose qu'il est plus efficace pour les salariés d'agir par la voie politique pour faire pression sur les dirigeants.

Un autre aspect plus méconnu de la relation salariés / dirigeants est que les deux parties peuvent avoir des intérêts communs. Les contrats implicites vendus au personnel sous forme de promesses de carrière, de sécurité d'emploi, d'avantages en nature divers, sont souvent une des sources majeures de création de capital organisationnel spécifique pour la firme. Klein, Crawford et Alchian (1978, p.275) montrent en outre que ce type de contrat permet d'obtenir une meilleure flexibilité de la gestion à long terme des relations avec les salariés et que le facteur qui permet à ces contrats de s'établir est la réputation de la firme. Une analyse plus approfondie révèle que le dirigeant joue un rôle déterminant dans l'établissement de ces contrats et qu'il lui est possible de conférer un caractère personnel aux contrats implicites afin de s'approprier le capital organisationnel. De nouveau, la base de ces contrats est constituée par la réputation du dirigeant ou encore par les relations de confiance bilatérales établies entre les dirigeants et les salariés selon le schéma décrit par Breton et Wintrobe (1982)³². Le dirigeant qui cherche à s'enraciner a tout intérêt à établir des contrats implicites avec les salariés les plus performants. Ce mécanisme conforte également les salariés à capital humain fortement spécifique à la firme qui exercent une pression pour que les contrats soient respectés. Le dirigeant est donc incité à poursuivre une stratégie ou à adopter une structure organisationnelle qui lui permettent d'honorer les contrats implicites et favorisent sa stratégie d'enracinement. Par exemple, des promesses de promotion le conduiront à accroître la taille de la firme et le nombre d'échelons hiérarchiques, mais également à investir dans les secteurs ou à développer les fonctions où lui et son équipe ont un avantage comparatif. Il peut également faire entrer les cadres qui lui sont particulièrement attachés, au conseil d'administration. Certes, les salariés qui partagent cette stratégie prennent des risques en cas de changement de dirigeant, puisque les contrats implicites ne seront pas honorés jusqu'à leur terme; cependant, les contreparties sont nombreuses. Une promotion accélérée par exemple

³²- On trouvera une présentation synthétique de la théorie de Breton et Wintrobe dans Charreaux (1990); le mécanisme évoqué par Breton et Wintrobe doit être considéré comme complémentaire au mécanisme fondé sur la réputation.

leur aura permis de se valoriser sur le marché du travail³³ et ils auront pu bénéficier également d'avantages en nature ou de sursalaires. Ce type de collusion entre dirigeants et salariés est fréquente chez les cadres supérieurs et explique notamment que très fréquemment, un changement de dirigeant s'accompagne d'une modification globale de l'équipe dirigeante et d'une réorientation de la stratégie.

Les gains souvent observés en termes de richesse des actionnaires, en cas de changement des dirigeants et sur lesquels nous reviendrons, peuvent recevoir également une explication à partir de ce scénario. Il est possible que la stratégie d'enracinement suivie et que le coût des contrats implicites établis avec les cadres supérieurs, conduisent à un appauvrissement des actionnaires. Auquel cas, le changement de l'équipe dirigeante entraînera un effet favorable sur les cours. Cet effet cependant n'a aucune raison d'être systématique; en effet, si le gain des contrats implicites est supérieur aux coûts qu'ils suscitent, ce qu'on peut attendre pour un dirigeant compétent, il est possible que les actionnaires bénéficient de l'enracinement; dans cette situation, un départ du dirigeant non souhaité par les actionnaires (provoqué par un décès par exemple) pourrait être suivi d'une chute des cours. En conclusion, les dirigeants par une stratégie appropriée de contrats implicites peuvent se soustraire à la discipline exercée par les salariés, notamment ceux dont la valeur du capital humain est élevée, quitte éventuellement à adopter une stratégie contraire à l'intérêt des actionnaires.

c - Les actionnaires

Une très abondante littérature traite des relations actionnaires / dirigeants et des systèmes qui permettent aux actionnaires de contraindre les dirigeants. Walsh et Seward dans leur synthèse, distinguent un mécanisme interne, le conseil d'administration et un mécanisme externe, les prises de contrôle. Nous allons présenter successivement ces deux mécanismes.

(1) - le conseil d'administration

Que ce soit dans la théorie de l'agence (Fama, 1980) ou dans la théorie des coûts de transaction (Williamson, 1985), le conseil d'administration chargé de représenter les intérêts des actionnaires³⁴ apparaît comme le mécanisme privilégié chargé de discipliner les dirigeants. Cependant, ce rôle disciplinaire n'est véritablement important que pour les sociétés de type

³³. Il n'est pas sûr que le marché du capital humain fasse son évaluation en fonction de la performance boursière. La liaison très ténue que l'on observe entre la performance boursière et la rémunération des dirigeants (Jensen et Murphy, 1990) laisse à penser que d'autres éléments prédominent. Pour des considérations très pertinentes sur la nature de ces autres éléments, lire Lazear (1991).

³⁴. Nous adoptons l'hypothèse traditionnelle où le conseil d'administration représente les actionnaires. Cette hypothèse peut être contestée puisque nous avons vu qu'en cas d'accentuation du caractère spécifique des relations avec les créanciers et les actionnaires et en cas de difficulté, l'entrée de représentants des créanciers ou du personnel au conseil d'administration pouvait constituer un moyen institutionnel de contrôler les dirigeants.

managérial, sans actionnaire dominant. Comme l'ont montré Charreaux et Pitol-Belin (1985a, 1985b et 1990) dans le contexte français, le rôle du conseil d'administration évolue avec la structure de propriété et sa fonction disciplinaire devient secondaire dans les firmes familiales ou contrôlées, où le contrôle relève directement des actionnaires. Une analyse approfondie des relations actionnaires-dirigeants nécessiterait par conséquent d'opérer des distinctions en fonction de la répartition du capital, ou plutôt des droits de vote. En fait, quelle que soit la composition du capital, le critère important relativement à l'objectif d'enracinement du dirigeant est de savoir si les actionnaires peuvent fixer sa rémunération et le remplacer. En principe, l'actionnaire dominant³⁵ ou le conseil d'administration dans les sociétés managériales ont ce pouvoir. Le cas inverse est illustré par un dirigeant qui contrôle le capital. Dans cette situation, les actionnaires ont peu de leviers d'actions, si ce n'est la voie juridique en cas d'abus de majorité ou la vente de leurs titres. Toutefois, si les actions sont cotées, le marché financier exerce indirectement une pression si le dirigeant souhaite accroître son capital. La nature de l'actionnaire importe également; l'intervention d'un investisseur institutionnel prestigieux ou d'un organisme de capital-risque s'accompagnera le plus souvent d'un siège au conseil d'administration qui sera censé permettre un accès privilégié à l'information. Le contrôle s'exerce encore par les contraintes liées à l'information légale et par l'audit légal ou privé des comptes. L'exigence de dividendes réguliers peut représenter également un facteur disciplinaire (Easterbrook, 1984). Le dirigeant dans sa stratégie d'enracinement peut par ailleurs, avoir intérêt à promettre des dividendes importants de façon à s'attacher certains actionnaires minoritaires pouvant lui être utiles (en termes de signal) pour mener à bien sa stratégie, par exemple pour faire une augmentation de capital ou obtenir un emprunt lui permettant de poursuivre sa croissance. Les actionnaires minoritaires institutionnels³⁶ disposent donc de moyens multiples pour exercer des pressions sur les dirigeants. Nous allons cependant abandonner ce cas de figure, fréquent en pratique mais peu traité dans la littérature, pour nous concentrer sur les sociétés où les actionnaires par l'intermédiaire du conseil d'administration, ont la possibilité, de fixer la rémunération du dirigeant et de changer le dirigeant.

La mission d'évaluation des dirigeants dévolue en principe au conseil d'administration est particulièrement complexe. Walsh et Seward (1990) montrent que le conseil d'administration doit évaluer simultanément les capacités du dirigeant et les efforts qu'il a fournis; une performance médiocre pouvant être due soit à son incompétence, soit à des efforts insuffisants. La notion d'effort fourni étant restrictive, il nous semble qu'il faut l'élargir pour y

³⁵- Dans les sociétés l'actionnaire dominant interviendra par l'intermédiaire du conseil d'administration dont il contrôle la majorité des sièges.

³⁶- Holderness et Sheehan (1991) proposent d'autres mécanismes permettant aux minoritaires de se défendre, notamment le recours à l'émission d'actions de préférence.

inclure la notion de tricherie. Par exemple, un dirigeant ayant établi une stratégie en accord avec le conseil d'administration, déviara sciemment de la ligne définie de façon à mettre en oeuvre une stratégie plus conforme à son objectif d'enracinement. Pour porter un jugement, le conseil doit résoudre les nombreux problèmes posés par la complexité de la tâche managériale et l'asymétrie d'information. L'information interne du conseil dépend principalement des informations qui lui sont fournies par le président; il peut également s'informer auprès des administrateurs internes qui appartiennent au management de la firme. Ces deux sources sont cependant peu fiables. Le dirigeant peut sélectionner l'information et il est difficile aux administrateurs internes, subordonnés du dirigeant, d'adopter un comportement contraire aux intérêts du président, d'autant plus qu'ils ont souvent des intérêts liés. Les administrateurs externes, même s'ils sont expérimentés et connaissent bien les tâches de direction puisque dans les grandes sociétés managériales, il s'agit le plus souvent de dirigeants d'autres sociétés, sont donc très dépendants en matière d'information. Quel que soit le degré d'information des administrateurs, une condition nécessaire pour qu'un contrôle effectif puisse s'exercer est que le conseil soit dominé par les représentants des actionnaires ou par des administrateurs externes³⁷. Enfin, il est souvent difficile de distinguer dans la performance obtenue ce qui relève de la responsabilité du dirigeant, de ce qui est dû à l'évolution d'un environnement sur lequel il ne peut agir ou qui est particulièrement contraignant. La référence au marché boursier et aux performances des titres des sociétés situées dans le même secteur peut cependant permettre des comparaisons.

Le conseil d'administration dispose de deux leviers d'action privilégiés, le mode de rémunération au sens large (y compris les avantages non pécuniaires) et le remplacement du dirigeant. Si le dirigeant est jugé inapte, l'option de remplacement s'impose; l'action incitative par le mode de rémunération vaut principalement pour contraindre le dirigeant à appliquer la stratégie définie en accord avec le conseil d'administration. La structure du système de rémunération doit être conçue de telle façon que le dirigeant gère conformément à l'intérêt des actionnaires. Miller et Scholes (1982) et Smith et Watts (1983) ont réalisé un inventaire des systèmes de rémunération des dirigeants. Trois catégories peuvent être distinguées: les rémunérations indépendantes de la performance réalisée (salaires, retraites et assurance-vie), celles qui sont fonction de la performance, évaluée à partir des cours boursiers (attribution d'actions aux dirigeants et stock-options) et enfin, celles qui dépendent des mesures comptables de la performance (bonus, ...). Chacune de ces formules présente des caractéristiques bien particulières. Une rémunération fixe si elle est renégociée régulièrement permet de résoudre la plupart des conflits. Néanmoins, la fixité présente des inconvénients

³⁷ La plupart des études empiriques confirment l'incidence positive des administrateurs externes sur la performance; en particulier, Charreaux (1991), op. cit. aboutit à ce résultat pour les firmes managériales en France. Pour un résultat contraire récent, Hermalin et Weisbach (1991) qui concluent à la neutralité de la composition du conseil d'administration.

bien connus. Le dirigeant sera incité à limiter la variance des résultats et le recours à l'endettement qui accroît les sorties fixes de liquidités; toutes choses égales par ailleurs, il en résultera une politique d'investissement plus prudente, financée prioritairement par fonds propres. Il aura tendance également à accroître ses prélèvements non pécuniaires. En outre, en cas de départ à la retraite dans un horizon rapproché, la perspective d'une renégociation perdra tout pouvoir incitatif. Les modes de rémunération qui s'appuient sur un intéressement au capital sont censés pallier ces inconvénients. La contrainte d'horizon ne joue plus puisqu'en tant qu'actionnaire, le dirigeant profitera du supplément de valeur dégagé. Le recours aux options conduit le dirigeant à opter pour une politique d'investissement plus risquée³⁸ et à recourir de préférence à l'endettement qui permet d'accroître le risque financier. Enfin, les systèmes d'intéressement fondés sur des mesures comptables malgré leurs défauts, permettent également de résoudre les conflits liés aux divergences d'horizon et jouent un rôle incitatif. De nombreuses études empiriques tentant d'évaluer la liaison entre la performance boursière et le système de rémunération ont été réalisées aux États Unis; leurs résultats sont mitigés³⁹. Deux conclusions semblent se dégager cependant. Premièrement, la rémunération semble liée à la performance, mais l'intensité de cette relation est très variable selon les études. En particulier, Jensen et Murphy (1990) trouvent une relation très atténuée et concluent au caractère peu incitatif du système de rémunération. Deuxièmement, la composante variable semble à l'origine, comme on pouvait s'y attendre, du caractère incitatif: bonus, actions et stock-options (Gerhart et Milkovich, 1990). L'efficacité de la rémunération comme mode de régulation des dirigeants semble limitée d'après les études empiriques; elle est également fortement contestée à partir des arguments suivants. Même s'il y a corrélation entre performance et rémunération, la performance ne semble constituer qu'une composante explicative très mineure de la rémunération ; Finkelstein et Hambrick (1988, 1989) proposent des modèles explicatifs de la rémunération des dirigeants qui montrent la complexité des déterminants et leur interaction. Par ailleurs, la performance est souvent mesurée à partir de critères comptables que les dirigeants peuvent aisément manipuler (Healy, 1985). Enfin, comme le montrent Ouchi (1979) et Eisenhardt (1985), pour les tâches complexes, le contrôle fondé sur les résultats⁴⁰ n'est efficace que si la mesure du résultat n'est pas ambiguë. Or, même s'il y a en principe un fondement théorique pour retenir une performance évaluée à partir des valeurs de marché, la mise en oeuvre d'une mesure de performance objective reste un objet de recherche, notamment car elle dépend du modèle d'évaluation des actifs financiers retenu. De plus,

³⁸- Pour une étude approfondie de l'incidence des stock-options, lire Desbrières (1991). Une étude empirique récente, DeFusco, Zorn et Johnson (1991) infirme l'incidence présumée des stock-options.

³⁹ - cf. Charreaux et Pitol-Belin (1990), op. cit. , pp.97-100 pour une synthèse; également Walsh et Seward (1990), op. cit. pp. 427-429.

⁴⁰ - Ces deux auteurs qui se rattachent au courant organisationnel (par opposition au courant économique), proposent alors un contrôle de type "clanique" fondé sur un processus de socialisation.

l'observation des pratiques révèle que les critères comptables restent dominants. Bien entendu, un contrôle intégral qui s'appuie sur les résultats laisse supposer que tout contrôle exercé sur l'accomplissement de la fonction elle-même reste impossible, ce qui n'est pas totalement le cas. Le conseil d'administration peut s'appuyer sur des procédures particulières: mise en place de comités spécialisés, audit, contraintes sur le choix des investissements ou des financements; toutefois l'efficacité de ces mécanismes ne peut être que partielle.

Le remplacement du dirigeant constitue le second outil dont dispose le conseil d'administration pour agir sur le dirigeant. La quasi-totalité des nombreuses études empiriques⁴¹ réalisées aux États-Unis, confirment que la performance permet de prédire en partie les changements de dirigeants; plus la performance est médiocre, plus la probabilité d'un changement de dirigeant est élevée. Morck, Shleifer et Vishny (1989) montrent que le conseil d'administration tient compte de la situation du secteur dans lequel se situe la firme pour apprécier la performance du dirigeant; si le secteur connaît une crise, les dirigeants ne sont pas sanctionnés. Weisbach (1988) confirme qu'il y a une meilleure corrélation entre une performance déficiente et le changement de dirigeant dans les conseils d'administration dominés par les administrateurs externes⁴². Par ailleurs, un changement de dirigeant ayant pour objet d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, devrait se conclure par une incidence favorable sur les cours boursiers. Compte tenu des nombreuses difficultés rencontrées pour tester ces hypothèses (difficulté à cerner la différence entre révocation et départ volontaire, imbrication des effets informationnels et réels...), les résultats des études empiriques sont contradictoires. Les résultats des tests ne permettent pas non plus de trancher la question de la nature du successeur⁴³; est-il préférable de substituer au dirigeant actuel, un ancien cadre de la firme ou un cadre venant d'une autre firme? *A priori*, le recours à des cadres d'origine externe permettrait d'éliminer les conséquences des manœuvres d'enracinement de l'ancien dirigeant (Faith, Higgins et Tollison, 1984). Inversement, un recrutement interne permettrait de diminuer l'asymétrie d'information, de sauvegarder un investissement spécifique et de conserver l'aspect incitatif du système de promotion (Furtado et Rozeff, 1987). Dans l'ensemble, même si les résultats des études les plus approfondies semblent appuyer l'hypothèse de la liaison entre la performance et le remplacement du dirigeant, le pourcentage de variance expliquée par la performance reste faible.

Les résultats obtenus même s'ils confirment le plus souvent le rôle disciplinaire du conseil d'administration semblent révéler une efficacité limitée de cet organe; les liens entre

⁴¹- On trouvera une synthèse de ces études dans Charreaux et Pitol-Belin (1990), op. cit., pp.100-105, Walsh et Seward (1990), op.cit., pp. 428-430 et Furtado et Karan (1990).

⁴²- Des résultats contradictoires sont cependant trouvés par Allen et Panian (1982) et Harrison, Torres et Kukalis (1988).

⁴³- Furtado et Rozeff (1987) obtiennent des résultats en faveur des cadres d'origine interne; inversement, Bonnier et Bruner (1989) concluent en faveur des cadres d'origine externe.

performance, rémunération et changement de dirigeant apparaissent faibles. Ces résultats peuvent recevoir cinq types d'explications. Premièrement, les administrateurs arbitrent entre les gains qu'ils retirent (jetons de présence, accroissement du capital humain, de la réputation, du réseau relationnel...) et les coûts (temps passé, risque juridique, dévaluation du capital humain en cas de mauvaise performance...) induits par leurs fonctions; il n'est pas sûr que le résultat de cet arbitrage les conduisent à exercer un contrôle intensif. Deuxièmement, avant de procéder à une révocation, les administrateurs évaluent également les gains et les coûts liés à cette décision; or les coûts organisationnels entraînés par un changement de dirigeant sont particulièrement élevés, d'où la rareté des révocations de dirigeants; en outre, le marché des dirigeants peut être suffisamment étroit pour qu'il soit difficile de recruter le candidat adéquat. Troisièmement, le conseil d'administration comprend des administrateurs internes qui peuvent poursuivre des intérêts divergents de ceux des actionnaires (protection de leur investissement spécifique); il peut inclure également des représentants des créanciers ou des salariés dont les objectifs divergent de ceux des actionnaires. Quatrièmement, d'autres facteurs disciplinaires interviennent pour déterminer la composition de la rémunération ou le changement des dirigeants. Enfin, cinquièmement et principalement, il faut tenir compte de la stratégie du dirigeant visant à neutraliser la fonction de contrôle du conseil d'administration qui peut revêtir des formes diverses: information sélective des administrateurs, nomination d'administrateurs qui leur sont favorables (cadres internes, conseillers divers...), proposition d'indicateurs de performance biaisés et contrôlables et surtout décisions favorisant l'enracinement du dirigeant de façon à rendre particulièrement coûteux une révocation. Le conseil d'administration dispose finalement de peu de moyens pour contrer⁴⁴ cette stratégie d'enracinement. Certes, la présence d'actionnaires dominants peut renforcer l'efficacité du contrôle⁴⁵ (Shleifer et Vishny, 1986), mais même dans ce cas de figure, l'efficacité des mécanismes de contrôle interne afin de respecter les intérêts des actionnaires connaît des limites évidentes⁴⁶.

(2) - un outil de contrôle externe: les prises de contrôle

La prise de contrôle est souvent citée comme le mécanisme de dernier recours dont disposent les actionnaires pour discipliner les dirigeants. Le marché du contrôle apparaît être le marché où les dirigeants sont en concurrence pour acquérir le contrôle des sociétés ou sous une autre optique, pour s'approprier les quasi-rentes générées par les firmes (Shleifer et

⁴⁴- Shleifer et Vishny (1989), op.cit. mentionnent trois moyens de lutter contre l'enracinement: le rationnement du capital, une procédure de sélection des dirigeants efficace de façon à s'assurer de ses compétences, accorder au dirigeant des garanties contre la concurrence des autres dirigeants (indemnités de licenciement élevées, parachute doré...).

⁴⁵- Les résultats trouvés par Gomez-Meija, Tosi et Hinkin (1987) et Tosi et Gomez-Meija (1989) confirment cette hypothèse en identifiant un lien renforcé entre la rémunération et la performance dans les sociétés à actionnariat concentré.

⁴⁶ - Cette conclusion est également partagée par Shleifer et Vishny, 1988, op.cit.

Vishny, 1989; Castanias et Helfat, 1992). Les recherches qui ont été menées sur les prises de contrôle sont particulièrement nombreuses; on en trouvera une synthèse dans Husson (1987), Jensen (1988) et Walsh et Seward (1990). En nous inspirant de la présentation de Walsh et Seward, les recherches menées ont tenté de répondre à trois questions. Premièrement, le marché des prises de contrôle permet-il d'enrichir les actionnaires? Deuxièmement, quels sont les facteurs qui peuvent expliquer éventuellement la création de richesse? Enfin et troisièmement, les prises de contrôle constituent-elles un moyen de pallier l'inefficacité des mécanismes de contrôle interne? La réponse à la première question ne souffre guère d'ambiguïté pour les actionnaires de la firme cible. La quasi-totalité des études empiriques concluent, tant aux États-Unis qu'en France, que leur richesse est sensiblement réévaluée à la suite de la prise de contrôle. En revanche, l'incidence sur les cours de la firme qui cherche à prendre le contrôle est disputée; un certain nombre d'études révèlent même une faible incidence négative. Ce résultat conduit certains auteurs à conclure que les acquisitions sont conduites en fonction des objectifs des dirigeants et non de ceux des actionnaires de la firme qui cherche à prendre le contrôle (Shleifer et Vishny, 1988; Morck, Shleifer et Vishny, 1990). De plus, les gains des actionnaires de la firme cible étant largement supérieurs aux éventuelles pertes subies par les actionnaires de la firme agresseur, on conclut un peu trop hâtivement à un effet positif global des prises de contrôle sur l'économie. On oublie que ces gains peuvent provenir de transferts de richesse d'autres membres de la coalition (salariés, créanciers,...), plutôt que d'un accroissement global de la valeur de la firme.

Cette remarque nous conduit à examiner les réponses apportées à la seconde question sur l'origine des gains liés aux prises de contrôle. Cinq hypothèses ont été proposées (Walsh et Seward, 1990, p.436): l'existence de synergie, les motifs fiscaux, les transferts de richesse au détriment des créanciers et des salariés, la surévaluation liée au sentiment de supériorité des dirigeants de la firme agresseur (*hubris hypothesis*⁴⁷), et bien entendu, l'élimination des dirigeants inefficaces. Les tests empiriques ne soutiennent pas les deux premières hypothèses. L'hypothèse d'*hubris* n'a pas fait l'objet de tests. L'hypothèse de transfert de richesse est soutenue par Shleifer et Summers (1988) pour qui l'essentiel des gains réalisés provient de la rupture des contrats avec les salariés; les résultats sont cependant contradictoires selon les études et ne permettent pas de conclure définitivement (Ippolito et James, 1992). Le dernier motif est directement lié au comportement d'enracinement du dirigeant et son examen permet également de répondre à la troisième question. La conclusion qui résulte de la synthèse effectuée par Furtado et Karan (1990) est que les conflits entraînant une modification de la structure du contrôle des firmes sont très souvent suivis de changements de dirigeants. Toutefois, Walsh et Ellwood (1991) ne trouvent aucune relation significative entre la

⁴⁷- Roll (1986).

performance passée des sociétés cibles et le taux de rotation de leurs dirigeants; il semblerait que les changements de dirigeants soient relativement rares lors de la première année qui suit l'acquisition et qu'il y ait une période d'observation permettant d'apprécier les capacités des dirigeants relativement aux objectifs du repreneur avant de décider de leur éventuel remplacement. Un tel comportement s'il était confirmé va à l'encontre de l'interprétation des prises de contrôle comme moyen de lutter contre l'inefficacité du management. Il faut également considérer le fait que le remplacement du dirigeant apparaît être la solution ultime; une redéfinition du système de rémunération peut constituer un palliatif. L'efficacité des prises de contrôle pour discipliner les dirigeants connaît également des limites.

Cette dernière conclusion était prévisible car les dirigeants disposent également de moyens de défense contre les prises de contrôle. Walsh et Seward établissent une typologie de ces moyens de défense qui s'appuie sur deux critères. Le premier critère porte sur le caractère opérationnel ou non du moyen de défense; ce dernier est dit opérationnel s'il résulte d'une décision de la direction qui implique des transformations de la structure des actifs ou de la structure de financement. Par exemple, des augmentations de capital réservées ou des diversifications décidées de façon à accroître la dépendance par rapport aux compétences du dirigeant sont des moyens de défense opérationnels. Inversement, une modification des statuts n'est pas considérée comme opérationnelle. Le recours ou non à l'accord préalable des actionnaires constitue la base du second critère; *a priori*, les systèmes défensifs mis en place sans l'accord des actionnaires sont censés leur être potentiellement plus dommageables. L'impact de ces mécanismes de défense sur la richesse des actionnaires est généralement négatif comme le confirment la plupart des études empiriques, lorsqu'ils permettent au dirigeant de mieux s'enraciner. Inversement, les décisions qui conduisent à lutter contre l'enracinement, telles que les parachutes dorés, ont une incidence favorable sur les cours (Lambert et Larcker, 1985).

La prise de contrôle apparaît donc finalement comme un facteur disciplinaire d'efficacité également limitée, d'autant plus qu'il est vraisemblable que les nouveaux dirigeants qui acquièrent le contrôle poursuivent également des objectifs différents de ceux des actionnaires et cherchent eux-mêmes à s'enraciner. Cet argument expliquerait que l'incidence des prises de contrôle sur les cours de la firme acquéreuse soit souvent négative. Les dirigeants de la firme-agresseur valorisent des éléments qui n'apparaissent pas nécessairement des avantages pour leurs actionnaires (Shleifer et Vishny, 1988).

d - Les autres composantes: clients, fournisseurs, environnement politique

Un des premiers mécanismes qui a été suggéré pour discipliner les dirigeants, relève simplement du caractère concurrentiel du marché des produits et des services. Selon Demsetz (1983) si un dirigeant propriétaire se livre à des prélèvements trop importants qui sont

répercutés dans les prix, il en résulte une perte de compétitivité de la firme et une perte de clientèle. La validité d'une telle conclusion suppose d'une part, un caractère concurrentiel important des marchés des produits et services et d'autre part, ignore la stratégie d'enracinement que peut mettre en oeuvre le dirigeant⁴⁸. La vente du produit peut s'accompagner d'une vente induite de créances implicites liée à la qualité ou à la garantie qui établissent un lien de dépendance entre le client et la firme. Si le savoir-faire par exemple, qui sous-tend la vente de ces éléments implicites est associé à la personne même du dirigeant, ce dernier pourra se soustraire au moins en partie à la discipline concurrentielle. Certes, les clients peuvent se protéger par des moyens légaux ou se livrer à des pressions par l'intermédiaire d'associations de consommateurs, mais le mécanisme disciplinaire peut être d'une efficacité limitée. Les fournisseurs en tant que créanciers particuliers peuvent également exercer une contrainte sur l'action du dirigeant, mais ce dernier dispose là encore de moyens d'assouplir cette contrainte et de s'enraciner, en favorisant l'établissement de transactions bilatérales nécessitant un investissement spécifique important.

Enfin, le dernier partenaire fournisseur d'inputs qui peut être retenu dans cette analyse est représenté par l'environnement politique au sens large, en y incluant les pouvoirs publics (internationaux, nationaux, locaux...) et les vecteurs principaux permettant d'accéder au pouvoir, autrement dit, les partis politiques. Les inputs fournis par les pouvoirs publics revêtent des formes extrêmement diverses: contrôle réglementaire et législatif, éducation (formation du capital humain), sécurité, subventions et aides diverses, etc. L'objectif d'enracinement des dirigeants par maximisation de la valeur de leur investissement spécifique, peut trouver à s'appliquer aux hommes politiques à tous les niveaux. Ces derniers vendent également des créances implicites aux différents agents: amélioration du pouvoir d'achat, création d'emplois, sécurité, etc. Les coûts induits par le financement de ces créances trouvent notamment leur origine dans la politique mise en oeuvre vis à vis des entreprises. On contraindra par exemple, les entreprises à utiliser plus de main d'oeuvre. Le cadre réglementaire sera issu de cette politique. L'intervention du facteur politique dans le schéma traditionnel de la firme en tant que noeud de contrats complique singulièrement l'analyse, car il influe sur l'ensemble des conflits analysés précédemment. Par exemple, les salariés ou les actionnaires peuvent préférer agir par la voie politique pour contraindre les dirigeants. Inversement, les dirigeants peuvent asseoir leur stratégie d'enracinement en agissant sur la variable politique: promesse de création d'emplois, politique de lobbying, etc. De même que le dirigeant se situe au centre du processus contractuel de la firme, le facteur politique peut également influencer sur l'ensemble des contrats ou sur l'ensemble des relations d'agence. Pour reprendre l'analyse de Grundfest (1990), les politiciens considèrent les problèmes d'agence non pas avec le souci de minimiser

⁴⁸. Pour une présentation résumée des mécanismes disciplinaires liés au marché des produits, cf. Holmstrom et Tirole, op. cit. p.95 à 97.

les coûts d'agence, mais comme sources de rentes. En facilitant ou non le contrôle de l'agent par le principal, ils modifient le jeu des mécanismes disciplinaires. Ainsi, la mise en oeuvre d'un facteur comme celui des prises de contrôle est extrêmement dépendante des législations adoptées et de l'organisation du marché financier. L'intervention politique joue vraisemblablement un rôle essentiel pour permettre la création du capital organisationnel, au delà des mécanismes de réputation ou de confiance qui sont souvent invoqués, mais qui peuvent cependant sembler fragiles⁴⁹.

La description des différentes pressions auxquelles sont soumis les dirigeants révèle que bien qu'elles soient nombreuses, les dirigeants disposent apparemment de possibilités variées pour les annihiler au moins partiellement et conserver un pouvoir discrétionnaire important. Le nombre de faillites et les différences de performance économique observées entre les firmes des différentes nations sont vraisemblablement fonction de l'efficacité relative des différents systèmes disciplinaires. Une étude plus approfondie des durées des fonctions des dirigeants et de leur rotation permettrait de mieux apprécier l'étendue de ce pouvoir et l'importance du phénomène d'enracinement. Plus important cependant est d'appréhender l'influence du comportement d'enracinement sur la stratégie adoptée par la firme et par conséquent sur la performance qu'elle détermine.

3 - Processus d'enracinement et stratégie

L'analyse précédente nous conduit à éclairer la question des déterminants de la stratégie sous une perspective très différente des problématiques traditionnelles. Les choix stratégiques apparaissent dictés principalement par l'objectif d'enracinement du dirigeant et comme moyens de contrer les différents mécanismes disciplinaires mis en oeuvre par les différents partenaires de la coalition. On assiste d'une certaine façon à un renversement de l'analyse habituelle issue de la théorie de l'agence; les décisions stratégiques apparaissent comme conséquences des conflits; elles ne constituent pas nécessairement un moyen permettant de les résoudre. Comme le montrent Shleifer et Vishny (1991), dans leur interprétation des vagues de prises de contrôle, si certaines acquisitions permettent de résoudre les conflits entre dirigeants et actionnaires, d'autres s'opposent au contraire à l'intérêt à long terme de ces derniers. Ils en concluent que le système économique n'évolue pas toujours vers une plus grande efficacité.

La stratégie d'enracinement du dirigeant le conduit à structurer le portefeuille d'actifs de façon à maximiser la valeur de son investissement spécifique. Le dirigeant a intérêt à pratiquer une stratégie de croissance par diversification de façon à limiter son risque managérial (Amihud et Lev, 1981), d'autant plus que la rémunération apparaît fortement

⁴⁹ - Pour une vue critique des mécanismes de réputation, cf. Williamson (1991 c)

corrélée avec la taille. Toutefois, cette diversification pour répondre à l'objectif d'enracinement doit se faire dans les secteurs où le dirigeant détient un avantage comparatif par rapport aux dirigeants qui sont potentiellement ses remplaçants. Apparemment, ces deux préoccupations, réduction du risque et utilisation de l'avantage comparatif peuvent paraître contradictoires. Le souci de réduction du risque conduit à choisir une diversification dans des secteurs non liés au secteur d'origine; inversement, l'utilisation de l'avantage comparatif oriente vers une diversification dans des secteurs proches. Une façon de concilier les deux préoccupations est de penser l'avantage comparatif en termes de compétence managériale; un dirigeant dont la compétence principale est le marketing aura tendance à mettre en oeuvre une politique de diversification dans les domaines où ce type de compétence est primordiale; ce qui n'exclut pas que les secteurs visés soient indépendants en termes de risque d'exploitation du secteur d'origine. La stratégie de diversification va souvent à l'encontre de l'intérêt des actionnaires; compte tenu du caractère optionnel de leur investissement⁵⁰, leur intérêt est que le risque encouru soit élevé. Leur portefeuille personnel leur permet par ailleurs de diversifier leur risque. Les dirigeants peuvent également surpayer les acquisitions qui leur permettent de satisfaire à leur objectif d'enracinement.

Les conflits sont *a priori* moins apparents avec les autres partenaires de la firme. Une diversification dans la mesure où elle réduit le risque est conforme à l'intérêt des créanciers et des salariés; elle facilite en outre la mise en place d'une politique de promotion pour ces derniers. Toutefois, elle induit une modification de la structure du portefeuille d'actifs de la firme, qui peut diminuer les garanties des créanciers et accentuer l'asymétrie d'information. Pour les salariés, elle peut faciliter une remise en cause des contrats implicites ou entraîner une baisse de la valeur de leur capital humain en cas de chute de la performance de la firme. D'une façon plus générale, la diversification complexifie la mise en oeuvre des mécanismes disciplinaires, notamment si elle est internationale. L'asymétrie d'information s'accroît, l'information dispensée est plus complexe; la multiplication des voies d'accès aux marchés des capitaux permet de tourner plus facilement certaines règles.

La plupart des recherches réalisées portent sur le conflit dirigeants / actionnaires; examinons plus particulièrement la relation entre la stratégie de diversification et le fonctionnement des mécanismes disciplinaires dans ce cas précis, en nous inspirant notamment de Hoskisson et Turk (1990) et Baysinger et Hoskinsson (1990). Hill et Snell (1988, 1989) trouvent une corrélation positive entre le degré de diffusion du capital et la diversification. L'argumentation traditionnelle prétend qu'une structure dispersée du capital implique un contrôle faible de la part des actionnaires ce qui permettrait au dirigeant de mettre en oeuvre sa stratégie de diversification. On peut poursuivre l'argument, en prétendant que le dirigeant

⁵⁰- Selon l'interprétation de Black et Scholes (1973), les fonds propres constituent une option sur les actifs de la firme; la valeur de cette option est d'autant plus élevée que le risque est important.

agit sur la structure du capital de façon à pouvoir pratiquer sa politique de diversification; s'il ne contrôle pas le capital, il a intérêt à accroître le degré de diffusion. Une politique d'acquisition financée par échange de titres peut ainsi conduire à un accroissement de la diffusion du capital et renforcer l'autonomie du dirigeant.

Baysinger et Hoskinsson s'appuient sur le rôle du conseil d'administration comme défenseur des dirigeants, souligné par Williamson (1985), en complément de son rôle traditionnel de défense des actionnaires, pour prétendre que la présence d'administrateurs internes rend le risque managérial du dirigeant moins élevé dans la mesure où le rôle disciplinaire du conseil est affaibli. Contrairement aux administrateurs externes moins bien informés, les administrateurs internes évalueraient les dirigeants sur la base d'un contrôle de type stratégique plutôt que sur des critères exclusivement financiers. On retrouve l'opposition entre le contrôle sur les résultats et le contrôle sur la mise en oeuvre. Une évaluation de nature financière prédominante dans les conseils dominés par les administrateurs externes, conduirait les dirigeants à diversifier de façon à réduire le risque; inversement, les conseils d'administration dominés par des administrateurs internes pratiquant une évaluation stratégique, inciterait les dirigeants à moins diversifier et à investir plus en recherche et développement. Cette conclusion apparaît paradoxale; elle mène à prétendre qu'en incitant les dirigeants à diversifier, les administrateurs externes vont à l'encontre des intérêts des actionnaires; de plus, elle contredit les résultats des recherches qui mettent en évidence une incidence positive des administrateurs externes sur la performance financière.

La nature du système de rémunération du dirigeant peut également influencer sur la stratégie. De nombreux systèmes conçus pour aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants comportent des failles, notamment s'ils reposent sur des indicateurs comptables manipulables. Le cadre annuel d'évaluation des bonus incite les dirigeants à privilégier le court terme et se traduit souvent par une baisse des investissements en recherche et développement. Les rémunérations fondées sur la performance à long terme induisent un transfert du risque sur le dirigeant. D'une façon générale, tout système de rémunération qui opère ce transfert conduit les dirigeants à adopter une politique de diversification (Napier et Smith, 1987). Enfin, l'existence de "free cash-flow" au sens de Jensen, c'est à dire de fonds excédant le montant nécessaire au financement des investissements à valeur actuelle nette positive conduit également les dirigeants à diversifier. Plutôt que de distribuer ces fonds excédentaires aux actionnaires, les dirigeants préfèrent les utiliser pour se diversifier afin d'accroître leur pouvoir discrétionnaire, même si la diversification entreprise n'est pas rentable. La diversification résulte ainsi de l'objectif d'enracinement des dirigeants et se traduit par une performance inférieure du point de vue des actionnaires, liée notamment à un sacrifice des investissements en recherche et développement.

Certes, la mesure de performance évaluée du seul point de vue des actionnaires est critiquable. La limitation du risque est profitable par ailleurs aux dirigeants, aux créanciers et aux salariés. Cependant, il est vraisemblable, si ce résultat était confirmé, que le sacrifice des projets à long terme, notamment des investissements en recherche et développement, ait des effets dommageables au niveau macro-économique. Il n'est pas sûr néanmoins, que dans leur perspective d'enracinement, les dirigeants aient intérêt à sacrifier ce type de projet. Si le dirigeant a un avantage comparatif substantiel pour mener à bien ce genre de projet, il peut avoir intérêt à surinvestir en recherche et développement, plutôt que de diversifier; le surinvestissement étant également contraire à l'intérêt des actionnaires est probablement plus risqué pour les créanciers et les salariés. Le lien entre la stratégie et la performance finale, comme le montre d'ailleurs la recherche en stratégie, n'est pas univoque.

Conclusion

Au terme de cette étude, on ne peut que conclure que le cadre traditionnel d'analyse de la relation structure de propriété / performance doit être profondément repensé. La vision dominante centrée sur le conflit entre les actionnaires et les dirigeants présente un caractère beaucoup trop partielle pour permettre d'appréhender de façon satisfaisante un phénomène aussi complexe. Il est nécessaire de lui substituer un cadre élargi où l'ensemble des partenaires de la firme soient présents et où les mécanismes de contrôle des dirigeants interviennent simultanément, soit de façon substituable, soit de façon complémentaire, soit encore de façon antagoniste.

La vision optimiste qui sous-tend implicitement la théorie de l'agence doit être également reconsidérée. Implicitement, dans la perspective évolutionniste, défendue par Fama et Jensen (1983) ou encore dans un cadre plus général par Hill et Jones (1992), les formes organisationnelles les plus efficaces, c'est à dire celles qui minimisent les coûts (dont les coûts d'agence sont une composante) survivent à terme. Les mécanismes disciplinaires contraindraient les dirigeants à être efficaces; ils contribueraient à améliorer la performance. Cette vision doit être contestée pour les raisons suivantes. Premièrement, la multiplicité et l'imbrication des systèmes disciplinaires sont telles qu'il est difficile de se prononcer sur l'efficacité globale du système. Deuxièmement, certains mécanismes interprétés comme facteurs disciplinaires, peuvent également constituer des moyens pour les dirigeants d'étendre leur pouvoir discrétionnaire. Par exemple, le conseil d'administration peut être neutralisé par les dirigeants et servir leur stratégie d'enracinement. Troisièmement, des systèmes comme les prises de contrôle censés améliorer la performance en remplaçant les dirigeants inefficaces peuvent avoir des effets inverses, car ils constituent également pour les dirigeants qui les initient des moyens d'enracinement. Quatrièmement et paradoxalement, la lutte contre l'enracinement des dirigeants peut comporter des effets pervers en réduisant l'investissement

spécifique des dirigeants dans ce qu'il a de positif. Une vulnérabilité trop importante aux prises de contrôle peut dissuader des dirigeants de trop s'investir dans leur firme. En conclusion, il n'est pas sûr ni que l'évolution des mécanismes disciplinaires conduisent systématiquement vers une plus grande efficacité, ni que les mécanismes organisationnels qui survivent soient les plus efficaces. L'efficacité est vraisemblablement fonction d'un contexte donné. Shleifer et Vishny (1991) montrent ainsi que la vague de prises de contrôle des années 1960, qui a conduit à la constitution des conglomérats s'est traduite ultérieurement par une perte d'efficacité, la forme conglomérale se révélant peu adaptée. La vague de prises de contrôle des années 1980 a permis de corriger les effets de la première vague en éliminant les conglomérats. La voie ouverte par Castanias et Helfat, évoquée dans la première partie, mérite par ailleurs une attention particulière dans la mesure où le modèle qu'ils proposent, montre qu'il n'y a pas nécessairement contradiction entre le comportement de recherche et d'appropriation des rentes par les dirigeants et la réalisation d'une performance économique satisfaisante.

Les voies de recherche ouvertes par les théories de l'agence et des coûts de transaction, mais aussi par les théories stratégiques ont indubitablement modifié profondément notre vision du fonctionnement des firmes et des déterminants de la performance. Cependant, les zones d'ombre restent encore très étendues. En particulier, dans la branche positive de la théorie de l'agence, si les relations actionnaires-dirigeants ont fait l'objet d'études approfondies, l'attention portée aux relations existant entre les salariés et la firme ou entre les politiques et les dirigeants est restée beaucoup trop superficielle. Même si les résultats obtenus dans la branche normative enrichissent singulièrement la compréhension de la relation dirigeants / salariés, ils restent également trop limités pour qu'on puisse disposer d'une théorie économique des organisations suffisamment convainquante.

Bibliographie:

Alchian, A.A. et Demsetz, H.: Production, information costs and economic organization, *American Economic Review*, Vol.62, 1972.

Alchian, A.A. et Woodward, S.: The firm is dead; long live the firm: a review of Oliver E. Williamson's *The economic institutions of Capitalism*, *Journal of Economic Literature*, Vol.26, 1988.

Allen, M.P. et Panian, S.K.: Power, performance and succession in the large corporation, *Administrative Science Quarterly*, Vol.27, 1982.

Amihud, Y. et Lev, B.: Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *Bell Journal of Economics*, Vol.12, 1981.

Aoki, M.: *The co-operative game theory of the firm*, Oxford University Press, 1984.

Aoki, M.: Toward an economic model of the Japanese firm, *Journal of Economic Literature*, Vol.28, 1990.

Baumol, W.J.: *Business behaviour, value and growth*, New York, MacMillan, 1959.

- Baysinger, B. et Hoskisson, R.E.: The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy, *Academy of Management Review*, Vol.15, 1990.
- Becker, G.: Human capital, Columbia University Press, 1964.
- Berle, A. et Means, G.: The modern corporation and private property (2ème éd. 1956), New York, MacMillan, 1932.
- Black, F et Sholes, M.: The pricing of options and corporate liabilities, *Journal of Political Economy*, Vol.81, 1973.
- Bonnier, K.A. et Bruner, R.F.: An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.11, 1989.
- Breton, A. et Wintrobe, R.: The logic of bureaucratic conduct, Cambridge University Press, 1982.
- Charreaux, G.: La théorie des transactions informelles: une synthèse, *Economies et Sociétés, Série Sciences de gestion*, n°15, 1990.
- Charreaux, G.: Structure de propriété, relation d'agence et performance financière, *Revue Economique*, Vol.42, 1991.
- Charreaux, G. et Pitol-Belin, J.P.: La théorie contractuelle des organisations: une application au conseil d'administration, *Economies et Sociétés - Série Sciences de Gestion*, n°6, 1985.
- Charreaux, G. et Pitol-Belin, J.P.: La théorie contractuelle des organisations: une application au conseil d'administration, *Economies et Sociétés, Cahiers de l'IME*, n°81, Université de Dijon, 1985.
- Charreaux, G. et Pitol-Belin, J.P.: Le conseil d'administration, Vuibert, 1990.
- Cornell, B. et Shapiro, A.C.: Corporate stakeholders and corporate finance, *Financial Management*, 1987.
- DeFusco, R.A., Zorn, T.S. et Johnson, R.R.: The association between executive stock option plan changes and managerial decision making, *Financial Management*, Printemps 1991.
- Demsetz, H.: The structure of ownership and the theory of the firm, *Journal of Law and Economics*, Vol.26, 1983.
- Desbrières, Ph.: Participation financière, stock-options et rachats d'entreprise par les salariés, *Economica*, 1991.
- Diamond, D.W.: Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economic Studies*, Vol.51, 1984.
- Diamond, D.W.: Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt, *Journal of Political Economy*, Vol.99, 1991.
- Easterbrook, F.H.: Two agency-cost explanations of dividends, *American Economic Review*, Vol.74, 1984.
- Easterbrook, F.H. et Fishel, H.S.: Voting in corporate law, *Journal of Law and Economics*, Vol.26, 1983.
- Eisenhardt, K.M.: Control: organizational and economic approaches, *Management Science*, Vol.31, 1985.
- Faith, R.L., Higgins, R.S. et Tollison, R.D.: Managerial rents and outside recruitment in the Coasian firm, *American Economic Review*, Vol.74, 1984.
- Fama, E.F.: The effects of a firm's investment and financing decisions on the welfare of its security holders, *American Economic Review*, Vol.68, Juin 1978.
- Fama, E.F.: Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, Vol.88, 1980.
- Fama, E.F.: What's different about banks?, *Journal of Monetary Economics*, Vol.15, 1985.
- Fama, E.F.: Contract costs and financing decisions, *Journal of Business*, Vol.63, 1990.

- Fama, E.F. et Jensen, M.C.: Agency problems and residual claims, *Journal of Law and Economics*, Vol.26, 1983 a .
- Fama, E.F. et Jensen, M.C.: Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, Vol.26, 1983 b .
- Fama, E.F. et Jensen, M.C.: Organizational forms and investment decisions, *Journal of Financial Economics*, Vol.14, 1985.
- Finkelstein, S. et Hambrick, D.C.: Chief executive compensation: a synthesis and reconciliation, *Strategic Management Journal*, Vol.9, 1988.
- Finkelstein, S. et Hambrick, D.C.: Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes, *Strategic Management Journal*, Vol.10, 1989.
- Friend, I. et Lang, L.: An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure, *Journal of Finance*, Vol.43, 1988.
- Furtado, E.P.H. et Karan, V.: Causes, consequences, and shareholder wealth effects of management turnover: a review of the empirical evidence, *Financial Management*, Été 1990.
- Furtado, E.P.H. et Rozeff, M.S.: Management changes and stock returns, *Journal of Financial Economics*, Vol.18, 1987.
- Furubotn, E.G. et Pejovich, S.: Property rights and economic theory: a survey of recent literature, *Journal of Economic Literature*, 1972.
- Furubotn, E.G.: Codetermination and the modern theory of the firm: a property-rights analysis, *Journal of Business*, Vol.61, 1988.
- Gerhart, B. et Milkovich, G.T.: Organizational differences in managerial compensation and financial performance, *Academy of Management Journal*, Vol.33, 1990.
- Gilson, S.C.: Management turnover and financial distress, *Journal of Financial Economics*, Vol.25, 1989.
- Gomez-Meija, L.R., Tosi, H. et Hinkin, T.: Managerial control, performance and executive compensation, *Academy of Management Journal*, Vol.30, 1987.
- Grossman, S.J. et Hart, O.D.: One share / one vote and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988.
- Grundfest, J.A.: Subordination of American capital, *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 1990.
- Harris, M. et Raviv, A.: Corporate governance: voting rights and majority rules, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988.
- Harrison, J.R., Torres, D.L. et Kukulis, S.: The changing of the guard: turnover and structural change in the top-management positions, *Administrative Science Quarterly*, Vol.33, 1988.
- Hart, O. et Moore, J.: Property rights and the nature of the firm, *Journal of Political Economy*, Vol.98, 1990.
- Healy, P.M.: The effects of bonus schemes on accounting decisions, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7, 1985.
- Hermalin, B.E. et Weisbach, M.S.: The effects of board composition and direct incentives on firm performance, *Financial Management*, Hiver 1991.
- Hill, C.W.L. et Jones, T.M.: Stakeholder-agency theory, *Journal of Management Studies*, Vol.29, 1992.
- Hill, C.W.L. et Snell, S.A.: External control, corporate strategy, and firm performance in research intensive industries, *Strategic Management Journal*, Vol.9, 1988.
- Hill, C.W.L. et Snell, S.A.: Effects of ownership structure and control on corporate productivity, *Academy of Management Journal*, Vol.32, 1989.

- Holderness, C.G. et Sheehan, D.P.: Monitoring an owner, *Journal of Financial Economics*, Vol.30, 1991.
- Holmstrom, B.R. : Managerial incentive problems - a dynamic perspective, in : *Essays in economics and management in honor of Lars Wahlbeck*, Helsinki: Swedish School of Economics, 1982.
- Holmstrom, B.R. et Tirole, J.: The theory of the firm, in *Handbook of Industrial Organization*, Vol. I, édité par Schmalensee, R. et Willig, R.D., Elsevier Science Publishers, 1989.
- Hoskisson, R.E. et Turk, T.A.: Corporate restructuring: governance and control limits of the internal capital market, *Academy of Management Review*, Vol.15, 1990.
- Husson, B.: *La prise de contrôle d'entreprises*, PUF 1987.
- Ippolito, R.A. et James, W.H.: LBOs, reversions and implicit contracts, *Journal of Finance*, Vol.47, 1992.
- James, C.: Some evidence on the uniqueness of bank loans, *Journal of Financial Economics*, Vol.19, 1987.
- Jensen, M.C.: Organization theory and methodology, *Accounting Review*, Vol.58, 1983.
- Jensen, M.C.: Takeovers: folklore and science, *Harvard Business Review*, 1984.
- Jensen, M.C.: Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, Papers and proceedings, 1986.
- Jensen, M.C.: Takeovers: their causes and consequences, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, 1988.
- Jensen, M.C. et Meckling, W.H.: Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, 1976.
- Jensen, M.C. et Meckling, W.H.: Rights and production functions: an application to labor-managed firms and codetermination, *Journal of Business*, Vol.52, 1979.
- Jensen, M.C. et Murphy, K.J.: Performance pay and top management incentives, *Journal of Political Economy*, Vol.98, 1990.
- Jensen, M.C. et Ruback, R.: The market for corporate control: the scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, Vol.11, 1983.
- Klein, B., Crawford, R.G. et Alchian, A.A.: vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process, *Journal of Law and Economics*, Vol.21, 1978.
- Lambert, R.A. et Larcker, D.F.: Golden parachutes, executive decision making, and shareholder wealth, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7, 1985.
- Lawriwsky, M.L.: *Corporate structure and performance*, New York, St. Martin's Press, 1984.
- Lazear, E.P.: Labor economics and the psychology of organizations, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.5, 1991.
- Lummer, S.L. et McConnell, J.J.: Further evidence on the bank lending process and the capital -market response to bank loan agreements, *Journal of Financial Economics*, Vol.25, 1989.
- Maksimovic, V. et Titman, S.: Financial policy and reputation for product quality, *Review of Financial Studies*, Vol.4, 1991.
- Malecot, J.F.: Redressement judiciaire, liquidation et taux de recouvrement des créances, *Cahier de Recherches n°9205*, Université de Paris IX-Dauphine, 1992.
- Manne, H.G.: Mergers and the market for corporate control, *Journal of Political Economy*, 1965.
- Marris, R.: *The economic theory of "Managerial Capitalism"*, Londres, MacMillan, 1964.

- McConnell, J.J. et Servaes, H.: Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 1990.
- Miller, M.H. et Scholes, M.S.: Executive compensation, taxes and incentives, in Sharpe, W.F. et Cootner, C.M.: *Financial economics: essays in honor of Paul Cootner*, Prentice-Hall, 1982.
- Monsen, R.J. et Downs, A.: A theory of large managerial firms, *Journal of Political Economy*, Vol. 73, 1965.
- Morck, R., Shleifer, A. et Vishny, R.W.: Management ownership and market valuation, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988.
- Morck, R., Shleifer, A. et Vishny, R.W.: Alternative mechanisms for corporate control, *American Economic Review*, Vol.79, 1989.
- Morck, R., Shleifer, A. et Vishny, R.W.: Do managerial objectives drive bad acquisitions, *Journal of Finance*, Vol.45, 1990.
- Myers, S.C. : Still searching for optimal capital structure, papier de recherche, Journées Internationales de l'AFFI, 1990.
- Napier, N.K. et Smith, M.: Product diversification, performance criteria and compensation at the corporate manager level, *Strategic Management Journal*, Vol.8, 1987.
- Ouchi, W.: A conceptual framework for the design of organization control mechanisms, *Management Science*, Vol.25, 1979.
- Roll, R. : The hubris hypothesis of corporate takeovers, *Journal of Business*, Vol.59, 1986.
- Shleifer, A. et Summers, A.: Breach of trust in hostile takeovers, in Auerbach, A.: *Corporate takeovers: causes and consequences*, University of Chicago Press, 1988.
- Shleifer, A. et Vishny, R.W.: Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, Vol. 94, 1986.
- Shleifer, A. et Vishny, R.W.: Value maximization and the acquisition process, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, 1988.
- Shleifer, A. et Vishny, R.W.: Management entrenchment: the case of manager specific investments, *Journal of Financial Economics*, Vol.25, 1989.
- Shleifer, A. et Vishny, R.W.: Takeovers in the '60s and the '80s: evidence and implications, *Strategic Management Journal*, Vol.12, 1991.
- Stiglitz, J.E.: Credit markets and the control of capital, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.17, 1985.
- Smith, C.W. et Watts, R.: The structure of executive compensation contracts and the control for management, manuscrit non publié, Université de Rochester, 1983.
- Stulz, R.: Managerial control of voting rights, financing policies and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988.
- Tosi, H.L. et Meija, L.R.: The decoupling of CEO pay and performance: an agency theory perspective. *Administrative Science Quarterly*, Vol.34, 1989.
- Walsh, J.P. et Ellwood, J.W.: Mergers, acquisitions, and the pruning of managerial deadwood, *Strategic Management Journal*, Vol.12, 1991.
- Walsh, J.P. et Seward, J.K.: On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms, *Academy of Management Review*, Vol.15, 1990.
- Weisbach, M.S.: Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988.
- Williamson, O.E.: *The economics of discretionary behavior: managerial objectives in a theory of the firm*, Englewood Cliffs (N.J.), Prentice-Hall, 1964.
- Williamson, O.E.: *The economics institutions of capitalism*, Free Press, 1985.

Williamson, O.E.: Corporate finance and corporate governance, *Journal of Finance*, Vol. 43, 1988.

Williamson, O.E.: Comparative economic organization: the analysis of discrete structural alternatives, *Administrative Science Quarterly*, Vol.36, 1991 a.

Williamson, O.E.: Strategizing, economizing, and economic organization, *Strategic Management Journal*, Vol.12, 1991 b.

Williamson, O.E.: Economic institutions: spontaneous and intentional governance, *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol.7, 1991 c.